

Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

221

Kornelius Lotha

Auswirkungen der wertpapierhandels- rechtlichen Verhaltenspflichten auf das Privatrecht



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 221

Kornelius Lotha

Auswirkungen der wertpapierhandels-
rechtlichen Verhaltenspflichten auf das
Privatrecht



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Bucerius Law School, Diss., 2023

ISBN 978-3-7560-0882-7 (Print)

ISBN 978-3-7489-1624-6 (ePDF)

1. Auflage 2024

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2024. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Das dieser Arbeit zugrundeliegende Manuskript wurde am 6. Dezember 2023 als Dissertation an der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft angenommen. Die mündliche Prüfung erfolgte am 24. Januar 2024.

Während ich diese Arbeit verfasste, wurde ich von vielen Seiten unterstützt. Allen voran gilt mein Dank Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago). Als Doktorvater hatte er stets ein offenes Ohr und viele konstruktive Hinweise, die mich an den entscheidenden Stellen stets weiterbrachten. Weiter bedanke ich mich bei Ihm für die Erstattung des Erstgutachtens, sowie für die Aufnahme der Arbeit in die „Studien zum Handels-, Arbeits-, und Wirtschaftsrecht“. Mein Dank gilt insoweit natürlich auch den weiteren Herausgeberinnen und -herausgebern. Für die Erstattung des Zweitgutachtens danke ich freundlich Prof. Dr. Wolf-Georg Ringe, M.Jur. (Oxon).

Den rechtsvergleichenden Teil der Arbeit habe ich an der Harvard Law School verfasst. Für aufschlussreiche Hinweise im Vorfeld bedanke ich mich herzlich bei Prof. Dr. Andreas M. Fleckner, LL.M. (Harvard), MPA (Harvard). Für die Einsichten in das US-amerikanische Recht bedanke ich mich ganz besonders bei Prof. Andrew F. Tuch, SJD (Harvard), LL.M. (Harvard). Großer Dank gilt auch Prof. Howell E. Jackson, M.B.A. (Harvard), der meine Betreuung übernahm und dabei stets gerne für meine Nachfragen zur Verfügung stand.

Mein persönliches Umfeld hat mich stets bei meinem Vorhaben motiviert und gestärkt. Ich danke insoweit meinen Eltern und meinen Geschwistern für den von ihnen erfahrenen Rückhalt. Ich bedanke mich bei meiner Freundin Therese, ohne die die Erstellung der Arbeit in dieser Form nicht möglich gewesen wäre. Schließlich danke ich meinen langjährigen Weggefährten Georg Lorenz J.S.M. (Stanford), Dr. Philipp Lassahn, LL.M. (Harvard) und Dr. Lukas Köhler, M.Jur. (Oxon) für viele wissenschaftliche und weniger wissenschaftliche Diskussionen.

Hamburg, im Februar 2024

Kornelius Lotha

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil: Einführung	17
§ 1. Einführung	17
I. Gegenstand der Arbeit	17
1. Allgemeine Einführung	17
2. Gegenstand der Arbeit	19
a) Problemfeld	19
b) Lösungsvorschlag	21
3. Gang der Untersuchung	22
4. Begrenzung des Untersuchungsgegenstands	24
II. Entwicklung von Verhaltensstandards im Wertpapierrecht	25
1. Gesetzgebung	26
a) Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	26
b) Erste Finanzmarktrichtlinie	27
c) Nationale Gesetzgebung im Nachgang der Finanzkrise	30
d) Zweite Finanzmarktrichtlinie	31
2. Rechtsprechung	34
a) Bond-Urteil	35
b) Kickback-Rechtsprechung	36
III. Fazit	38
Zweiter Teil: Seitenblick auf Koordinationsfragen in verwandten Kontexten	41
§ 2. Erfahrungen aus dem US-amerikanischen Wertpapierrecht	41
I. Wertpapieraufsicht	42
1. Aufsicht in den USA	42
a) Staatliche Aufsicht durch die SEC	43
(1) Ermittlungsverfahren	43
(2) Vollstreckung	44
(3) Regelsetzung und Information	45
b) Selbstverwaltung durch die FINRA	47
(1) Aufsicht	47

(2) Schiedsverfahren	47
2. Aufsicht in Deutschland	48
3. Vergleichende Überlegungen	49
a) Einheitlichkeit der Aufsicht	49
b) Anschluss an das politische System	50
c) Aufgabenteilung zwischen Exekutive und Judikative	53
d) Fazit	55
II. Quellen und Durchsetzung des US-Wertpapierrechts	56
1. Wertpapiergesetze	56
2. Gerichtszuständigkeiten und anwendbares Recht	57
3. Wertpapiergesetze und common law	58
a) Common law fraud	59
b) Eigenständigkeit der Wertpapiergesetze	60
4. Haftung nach Rule 10b-5	62
5. FINRA Rules	63
6. Vergleichende Überlegungen	64
a) Akteure der privaten Rechtsdurchsetzung	64
b) Normerzeugung zwischen Legislative, Selbstregulierung und Exekutive	66
c) Fazit	69
III. Verhaltensstandard für Finanzintermediäre in den USA	69
1. Unterscheidung zwischen broker-dealers und investment advisers	69
2. Broker-dealers	71
a) Disclosure	71
b) Care obligation	72
c) Conflict of interest obligation	75
d) Compliance Obligation	76
3. Investment Advisers	77
a) Duty of care	77
(1) Empfehlungen im besten Interesse	77
(2) Bestmögliche Ausführung	78
(3) Überwachungspflichten	78
b) Duty of loyalty	79
c) Compliance	80
4. Vergleichende Überlegungen	80
a) Vergleichbare Primärpflichten	80
(1) Offenlegungspflichten	81

(2) Interessenkonflikte allgemein	81
(3) Drittvergütungen als besonderer Interessenskonflikt	82
(4) Eignung von Empfehlungen	83
(5) Kundenklassifizierung	84
(6) Best Execution	85
(7) Zwischenfazit	86
b) Verhältnis Regulierung und Privatrechtsordnung	87
c) Fazit	91
IV. Fazit	91
§ 3. Ausstrahlungsdebatte in der Corporate Governance	93
I. Problemstellung der Corporate Governance	93
II. Zur Ausstrahlung in der Corporate Governance	96
1. Gemeinsame Grundlegungen	96
a) Auslegung als Vorgang zur Herstellung von Normkonvergenzen	96
b) Koordinationsdogmatik	97
2. Entwicklung der Ausstrahlungslehre	99
a) Entwicklung als Auslegungskonzept	99
b) Konsolidierung als Auslegungskonzept	100
c) Weiterentwicklung zur selbständigen methodischen Figur?	101
d) Zusammenfassung	103
3. Fazit	104
III. Zur Übertragbarkeit des Auslegungsansatzes	105
1. Selbstbeschränkung der Corporate Governance- Konzepte	105
2. Anders gelagerte Regelungsumfelder	106
3. Fazit	107
IV. Zur Ablehnung einer Ausstrahlung als Rechtsfortbildung	107
1. Rechtsgrundsatzbildung	108
a) Grundlagen	108
b) Eignung im Rahmen der Ausstrahlungslehre	109
c) Leitentscheidung des BGH als Rechtsgrundsatzbildung?	110
2. Analogie	112
a) Keine Normlücken hinsichtlich aktienrechtlicher Fragen	114

b) Keine Normlücken hinsichtlich wertpapierhandelsrechtlicher Fragen	116
3. Fazit	117
V. Fazit	117
Dritter Teil: Stellungnahme zu den Koordinationsansätzen im Wertpapierhandelsrecht	119
§ 4. Zur Ablehnung des Ausstrahlungskonzepts für die Verhaltenspflichten	119
I. Grundlegungen des Ausstrahlungskonzepts	119
1. Ausstrahlung als Auslegung	119
2. Ausstrahlung als Generalklauselkonkretisierung	120
II. Stellungnahme zur Ausstrahlung im Wertpapierhandelsrecht	121
1. Fehlende Rechtssicherheit	122
a) Dogmatisch-inhaltlich	122
b) Methodisch-formal	124
2. Geringerer Anlegerschutz	125
a) Keine gesetzgeberische Entscheidung für vorvertragliche Haftung	126
b) Geringeres Schutzniveau bei vorvertraglicher Haftung	127
3. Erstarren des privaten Rechts des Wertpapierhandels	129
4. Grenzen einer Flexibilisierung durch ein bewegliches System	132
a) Grundlagen	132
b) Konkretisierung am Beispiel: Herausgabepflicht von Vertriebsvergütungen	134
(1) Keine Alternativität von Aufklärung und Herausgabe	134
(2) Elemente aus dem Privatrecht	136
(3) Elemente aus dem Aufsichtsrecht	137
(4) Abwägung im Einzelfall	138
5. Stellungnahme zum Einsatz eines beweglichen Systems	139
a) Geringe Kompatibilität mit Regelungsweise des WpHG	139
b) Geringe Kompatibilität mit faktischer Ausstrahlung	140

c) Hinweise auf generelle Schwächen des Ausstrahlungskonzepts	140
6. Fazit	141
III. Fazit: Ablehnung des Ausstrahlungskonzepts	141
§ 5. Zur Ablehnung einer privatrechtlichen Einordnung der Verhaltenspflichten	143
I. Implikationen einer zivilrechtlichen Einordnung	143
1. Unmittelbares Anknüpfen an zivilrechtliches Haftungssystem	143
2. Keine Abdingbarkeit der Verhaltenspflichten	144
3. Sonstige Implikationen	145
4. Fazit	146
II. Stellungnahme: Unionsrechtlicher Hintergrund	146
1. Herangezogene Kompetenz	146
2. Privatrechtliche Ansätze im Gesetzgebungsverfahren	148
3. Richtlinientext	149
4. Vorgesehene Sanktionsmechanismen	151
5. Harmonisierungsgrad	152
6. Fazit	154
III. Stellungnahme: Umsetzung durch den deutschen Gesetzgeber	154
1. Herangezogene Gesetzgebungskompetenz	154
2. Gesetzesmaterialien	155
3. Fazit	156
IV. Zuordnung nach den Abgrenzungstheorien	156
1. Modifizierte Subjektstheorie	156
a) Keine Anwendung auf isolierte Primärnormen	157
b) Kein zwingender Schluss von Sekundär- auf Primärnormen	158
2. Subordinationstheorie	160
3. Interessentheorie	162
4. Fazit	163
V. Stellungnahme: Aufsichtliche Durchsetzung	163
1. Verbraucherschutz in § 4 Abs. 1a FinDAG	164
2. Beschränkung auf das öffentliche Interesse	165
3. Institutionelle Rahmenbedingungen	165
4. Fazit	168

VI. Stellungnahme: § 37a WpHG a.F.	168
1. Folgerungen für Geltungszeitraum der Norm	169
2. Folgerungen angesichts der Aufhebung der Norm	170
3. Fazit	171
VII. Stellungnahme: Ähnlichkeit zum Darlehensvertrag	171
1. Funktionelle Ähnlichkeiten	171
2. Unterschiede in der Ausgestaltung	173
3. Fazit	174
VIII. Stellungnahme: Doppelnormtheorie	175
1. Wesentliche Aspekte	175
2. Fazit	177
IX. Fazit: keine privatrechtliche Natur	178
§ 6. Zur Einwirkung der Verhaltenspflichten im Rahmen der Vertragsauslegung	179
I. Implikationen und Anwendungsbereich des Vertragsauslegungskonzepts	179
1. Anknüpfung an Willenserklärungen	179
2. Anwendungsbereich des Vertragsauslegungskonzepts	180
a) Leitlinien der Rechtsprechung	180
b) Praktische Auswirkungen	181
II. Stellungnahme zum Vertragsauslegungskonzept	182
1. Zur Kritik an einzelnen Voraussetzungen des Vertragsschlusses	182
a) Konkrete Anlageentscheidung	182
b) Sachkunde	183
c) Eigenes wirtschaftliches Interesse	184
d) Erhebliche Bedeutung für den Anleger	186
e) Fazit	187
2. Zur generellen Kritik am Beratungsvertragskonzept	188
a) Grundsätzliche Unverbindlichkeit von Rat?	188
b) Diskrepanz zwischen Interessen und Haftungspflichten	189
c) Erwartungshorizont des Anlegers	191
d) Unentgeltlichkeit	192
e) Bestimmbarkeit des Vertragsinhalts	193
f) Aufsichtsrechtliche Dokumentations- und Informationspflichten	194
g) Abweichendes Konstrukt eines Realvertrags	196

h) Fazit	197
III. Fazit: Vertragsauslegungskonzept	197
IV. Voraussetzungen der Rezeption des Aufsichtsrechts	197
1. Grundlagen	197
2. Prägende rechtliche Bedeutung?	200
a) Keine allgemeine Maßgabe	200
b) Verbleibender Anwendungsbereich des Kriteriums	201
3. Individualausrichtung	203
a) Herleitung	203
b) Praktische Folgen	205
c) Verhältnis zu anderen Koordinationsansätzen	206
4. Fazit	207
V. Fazit	208
§ 7. Zur Ablehnung einer Schutzgesetzhaftung	209
I. Relevanz der Schutzgesetzhaftung	209
1. Praktische Relevanz innerhalb der Deliktshaftung	209
2. Praktische Relevanz neben Haftung in Sonderrechtsverhältnissen	210
3. Relevanz in Bezug auf den Schwerpunkt der Untersuchung	211
4. Fazit	212
II. Maßstab der Schutzgesetzbestimmung	212
1. Zur Maßgeblichkeit eines objektiven Schutzzwecks	212
a) Unmittelbares Normumfeld und Wille des Gesetzgebers	213
b) Zwischenfazit	215
2. Zum Einfügen im Haftungssystem	215
a) Stellung der Schutzgesetzhaftung im Deliktsrecht	215
b) Konkretisierung des restriktiven Vorgehens	217
c) Zwischenfazit	219
III. Objektiver Schutzzweck	219
1. Anlegerschutz als Reflex?	219
2. Ineinandergreifen von Individual- und Funktionenschutz	220
3. Anlegerschutz als Regelungsziel	222
4. Zwischenfazit	222
IV. Einfügen in Haftungssystem	223
1. Zum Argument einer systemfremden Außenhaftung	223

2. Verhältnis zur Haftung in Sonderrechtsverhältnissen	225
V. Ergebnis zur Schutzgesetzzeigenschaft	227
Vierter Teil: Zivilrechtliche Einwirkungen der Verhaltenspflichten in concreto	229
§ 8. Haftungsfolgen im Einzelnen	229
I. Aufklärungspflicht über Zuwendungen	229
1. Grundlagen der Regelung	229
2. Folge: Konvergenz im Anwendungsbereich des WpHG	231
3. Freie Anlageberater	232
a) Überkommene Rechtsprechung	232
b) Entwicklungen im Aufsichtsrecht	233
c) Neue Pflichtenlage	234
4. Freie Anlagevermittler	235
5. Gewinnmargen	236
a) Aufsichtsrecht	236
(1) Keine Pflicht aus § 70 WpHG	236
(2) Pflicht aus Art. 50 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b) DelVO (EU) 2017/565	237
b) Zivilrecht	238
c) Fazit	239
6. Fazit zur Aufklärungspflicht von Zuwendungen	240
II. Herausgabe von Zuwendungen	240
1. Vertragliche und aufsichtsrechtliche Vorgaben	240
2. Auswirkungen auf den objektiven Empfängerhorizont	241
3. Abdingbarkeit	242
4. Unabhängige Beratung und Finanzportfolioverwaltung	242
5. Fazit	243
III. Geeignetheitserklärung	243
1. Individualbezogenheit	243
2. Folgerungen für die Haftung	244
a) Schadensersatzpflicht	244
b) Beweislastumkehr	244
(1) Abweichende Begründungsansätze	245
(2) Lösung nach Vertragsauslegungskonzept	246
(3) Konvergenz zum Arzt- und Versicherungsrecht	247
3. Fazit	248

IV. Aufzeichnung persönlicher und elektronischer Kommunikation	248
1. Herausgabeanspruch nach § 83 Abs. 7 WpHG	249
2. Beweislastumkehr	249
3. Fazit	251
V. Produktinformationsblatt	251
1. Beratungsvertragliche Haftung	251
2. Allgemeine Prospekthaftung	253
3. Fazit	254
VI. Product Governance	255
1. Zielmarktgleich durch Hersteller	255
2. Zielmarktgleich am <i>point of sale</i>	256
a) Reine Ausführungsgeschäfte	257
(1) Aufsichtsrechtlich	257
(2) Zivilrechtlich	258
b) Beratungsfreies Geschäft	258
(1) Aufsichtsrechtlich	258
(2) Zivilrechtlich	260
c) Beratungsgeschäft	261
(1) Aufsichtsrechtlich	261
(2) Zivilrechtlich	262
3. Fazit	262
VII. Best Execution	263
1. Einbeziehung in das Vertragsverhältnis	263
a) Ausführungsgrundsätze als Anknüpfungspunkt	263
b) Einbeziehung durch Zustimmung zu Banken-AGB	263
c) Haftungsfolgen	266
2. Beweislastumkehr	267
3. Fazit	267
Fünfter Teil: Zusammenfassung	269
§ 9. Zusammenfassung in Thesen	269
Literaturverzeichnis	275

Erster Teil: Einführung

§ 1. Einführung

I. Gegenstand der Arbeit

1. Allgemeine Einführung

Der rechtswissenschaftliche Diskurs hat sich längst eine funktionale Herangehensweise an die Teilrechtsordnungen zu eigen gemacht. Er lenkt den Blick auf gemeinsame Aufgabenstellungen des öffentlichen und privaten Rechts, und zielt darauf ab, die Potenziale der Teilrechtsordnungen in wechselseitiger Ergänzung zu entfalten.¹ Diese übergreifende Perspektive verspricht auch für den hier behandelten Rechtsbereich Erkenntnisgewinn: den kundenbezogenen Pflichten von Finanzintermediären im Wertpapiergeschäft.

Führt man sich zunächst die mit den Verhaltenspflichten im Wertpapierhandelsrecht aus den §§ 63 ff. WpHG und DelVO (EU) 2017/565² (im Folgenden auch: „Verhaltenspflichten“) grundlegend verfolgten Ziele vor Augen, wird deren Vielschichtigkeit erkennbar. Die Verhaltenspflichten sollen zum einen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu gewährleisten. Sie dienen insoweit einem Ziel, das klassischerweise mit Instrumenten des öffentlichen Rechts verbunden wird. Zugleich kommen die Verhaltenspflichten aber auch dem Anleger zugute, und sei es nur, weil auf diese Weise mittelbar wiederum ein Funktionenschutz bewirkt wird³.

1 Vgl. die Perspektiven bei *Emmenegger*, Bankorganisationsrecht, S. 46; *Thaten*, Ausstrahlung des Aufsichts- auf das Aktienrecht, S. 96; *Prütting*, Normenkollisionen, 1 ff. jeweils in unterschiedlichen Feldern, allgemein *Schmidt-Aßmann*, Auffangordnungen, 7, 36; *Jestaedt*, FS Stürner, 917, 934 ff.

2 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. L 87 vom 31.3.2017.

3 Grundlegend zu dieser Verschränkung *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 336 f.; *Hopt*, Gutachten G z. 51. Juristentag, G 47 ff. Vgl. insoweit auch § 7.III.2, S. 220.

Damit einhergehend überschneiden sich vielfach Regelungsgegenstand und Zwecke, die den Verhaltenspflichten und Privatrechtsnormen zugrunde liegen. Zum Gegenstand haben die Verhaltenspflichten nämlich die Ordnung privater Beziehungen,⁴ auch wenn sich der Gesetzgeber in den §§ 63 ff. WpHG pragmatisch der Form des öffentlichen Rechts bedient.⁵ Vor diesem Hintergrund liegt in den Verhaltenspflichten ein großes Problemlösungspotenzial für das Privatrecht. Hinzu kommt, dass die Verhaltenspflichten in ihrer derzeitigen Form sehr umfangreich und detailliert sind, womit sie einen Fundus an möglichen Anknüpfungspunkten bieten. Daher können die Verhaltenspflichten auch vielfach im privaten Wertpapierhandelsrecht fruchtbar gemacht werden. Als Beispiel seien nur die Fragen genannt, unter welchen Umständen ein Anlageberater den Kunden über Zahlungen aufzuklären hat, die er von einem Dritten für den Vertrieb eines Produkts erhält, und inwieweit solche Zahlungen an den Kunden herauszugeben sind.⁶ Werden die Verhaltenspflichten auf diese Weise im Privatrecht herangezogen, können sie auch eine Verhaltenssteuerung mittels des Privatrechts bereichern.

Außerdem ist ein über die Teilrechtsordnungen hinausgehender Blick schon deswegen geboten, weil sich in der Rechtspraxis für das private Wertpapierhandelsrecht die Frage stellt, inwieweit aufsichtsrechtliche Standards berücksichtigt werden müssen. So ist etwa fraglich, ob die Beweislast im Zivilprozess durch aufsichtsrechtliche Dokumentations- und Aufzeichnungspflichten hinsichtlich der insoweit festzuhaltenden Geschehnisse beeinflusst wird⁷. Für die Rechtsanwendung ist es vor diesem Hintergrund ein dringendes Anliegen, zu klären, inwieweit die Verhaltenspflichten auch im Privatrecht einen Maßstab bilden.

Vor diesem Hintergrund besteht ein großes Bedürfnis nach dogmatischer und methodischer Klarheit, wie eine Auswirkung der Verhaltenspflichten

4 Aus europäischer Perspektive beschreibt das Schlagwort eines „European supervision private law“ diesen Zusammenhang treffend, von *Cherednychenko*, EBOR 22 (2021), 147, 148; sowie bereits *Cherednychenko*, ERPL 22 (2014), 37, 37, 40; *Cherednychenko/Andenas-Cherednychenko*, 8; aufgegriffen auch bei *Marcacci*, Conclusions, 359, 361. In eine ähnliche Richtung geht der Begriff des „regulatory private law“ bei *Micklitz*, Administrative Enforcement, 567, insbes. 570 f.

5 Eingehend zur abweichenden These einer privatrechtlichen Natur der Verhaltenspflichten § 5, S. 143 ff.

6 Dazu im Einzelnen § 8.I, S. 229 ff. (Aufklärung) bzw. § 8.II, S. 240 ff. (Herausgabe).

7 Vgl. dazu § 8.III.2.b), S. 244 ff. (hinsichtlich Geeignetheitserklärung), § 8.IV.2, S. 249 (hinsichtlich Aufzeichnungspflicht nach § 83 WpHG).

auf das Privatrecht ausgestaltet sein kann. Insoweit hat sich allerdings noch keine klare Linie herausgebildet. In der Literatur wird insbesondere ein Ansatz der „Ausstrahlung“ vertreten, der aber in vielerlei Hinsicht noch konkretisierungsbedürftig geblieben ist. Die Rechtsprechung zeigt ebenfalls gewisse Tendenzen auf⁸, hat letztlich aber vieles offengelassen.

Diese Arbeit widmet sich daher grundlegend der Frage, wie sich die aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln aus WpHG und DelVO (EU) 2017/565 zum privaten Recht des Wertpapierhandels verhalten, und zeigt schließlich konkrete praktische Folgen der Einordnung auf. Auf diese Weise leistet die Arbeit auch einen Beitrag zur Debatte um Wechselbeziehungen der Teilrechtsordnungen⁹, gerade auch insoweit, als diese noch den Wusch offengelassen hatte, in geringerer Abstraktionshöhe für den Rechtsanwender handhabbare Konstruktionen hervorzubringen, und dabei auch vermehrt zivilrechtliche Konzepte zu berücksichtigen¹⁰.

2. Gegenstand der Arbeit

a) Problemfeld

Augenscheinlich spricht vieles für eine privatrechtliche Relevanz der Verhaltensregeln aus WpHG und DelVO (EU) 2017/565: Sie erfassen eine Beziehung zwischen zwei privaten Rechtssubjekten, Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde. Auch gleichen sie ihrem Inhalt nach vertraglichen oder vorvertraglichen Pflichten, indem sie Vorgaben für den Kontakt im Vorfeld eines Abwicklungsgeschäfts treffen, die Geschäftsausführung selbst regeln, sowie teilweise Verhaltensweisen im Nachgang betreffen. Zur Veranschaulichung folgendes: der Wertpapierdienstleister ist im Rahmen der Anlageberatung verpflichtet, dem Kunden vor Vertragsabschluss eine Erklärung in Papierform an die Hand zu geben, welche die erbrachte Beratung und deren Abstimmung auf die Anlageziele des Kunden erläutert. Auch ist er verpflichtet, über eine Provision von dritter Seite

8 Vgl insbesondere die Leitentscheidung des BGH, Urt. v. 03.06.2014 – XI ZR 147/12, dazu auch § 3.IV.1.c), S. 110 sowie § 6.IV.2.a), S. 200.

9 Diese wurde insbesondere seitens der öffentlich-rechtlichen Lehre geführt, zum grundlegenden Begriff der wechselseitigen Auffangordnungen *Hoffmann-Riem*, AöR 119 (1994), 624 sowie die Beiträge in *Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann* (Hrsg.), Auffangordnungen.

10 So *Schäfers*, Intradisziplinäre Rechtswissenschaft, 257, 260.

aufzuklären¹¹. Verstößt der Wertpapierdienstleister gegen solche Pflichten, etwa indem er eine solche schriftliche Erklärung nicht erteilt, oder den Kunden über eine empfangene Provision seitens Dritter nicht unterrichtet, und erleidet der Kunde infolgedessen einen Schaden, liegt es nahe, bei der Untersuchung eines zivilrechtlichen Ersatzanspruches auch die aufsichtsrechtliche Pflichtenlage zu berücksichtigen.¹² Allgemein erschiene es angesichts des Zuschnitts der Verhaltenspflichten zumindest *prima facie* sogar widersinnig, wenn der Wertpapierdienstleister die Verhaltenspflichten zwar einhalten sollte, der Kunde dies aber nicht verlangen könnte, und der Dienstleister ihm gegenüber auch nicht für Verstöße einstehen müsste¹³.

Die Literatur ist sich dementsprechend auch weitgehend einig, dass jedenfalls ein gewisser zivilrechtlicher Einfluss der aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten auf das Zivilrecht besteht¹⁴. Auch die Rechtsprechung öffnete sich zuletzt für eine solche Berücksichtigung des Aufsichtsrechts¹⁵. Abseits dieser vagen Übereinstimmung herrscht aber wenig Klarheit, wie sich die Verhaltenspflichten zu den zivilrechtlichen Haftungstatbeständen verhalten. Nicht nur bestehen mit den Konzepten einer Ausstrahlung der Verhaltenspflichten, deren privatrechtlicher Einordnung¹⁶, und deren Berücksichtigung bei einer Vertragsauslegung drei wesentlich unterschiedliche Linien. Auch weisen diese Konzepte selbst teils Unklarheiten auf. Ihre methodischen und praktischen Implikationen treten nicht immer klar hervor, was sich auch als Hindernis erweist, wenn aus ihnen konkrete Ergebnisse abgeleitet werden sollen. Auch ist unklar, ob neben den einer Haftung nach den genannten Konzepten auch eine deliktische Haftung insbesondere nach § 823 Abs. 2 BGB bei Verstoß gegen die Verhaltenspflichten greifen soll.

11 Vgl. § 64 Abs. 4, Abs. 9 Nr. 3 WpHG i.V.m. Art. 54 Abs. 12 DelVO /EU) 2017/565 bzw. § 70 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 4 S. 3 WpHG i.V.m. Art. 50 DelVO (EU) 2017/565.

12 Eingehend zu den zivilrechtlichen Auswirkungen dieser Pflichten auf Grundlage des hier vertretenen Vertragsauslegungskonzepts § 8.I, S. 229 ff. bzw. § 8.III, S. 243 ff.

13 *Einsele*, ZHR 2016, 233, 234; *Grundmann*, ZBB 30 (2018), I, 4: „Anachronismus“.

14 *Schwark/Zimmer-Rothenhöfer*, Vor §§ 63 ff. WpHG Rn. 10 m.w.N.

15 Vgl. zur Entwicklung insbesondere § 1.II.2.b), S. 36 ff.

16 Dieser neue Ansatz stimmt in wesentlichen Punkten mit der älteren Doppelnormtheorie überein, dazu § 5.VIII, S. 175 ff.

b) Lösungsvorschlag

Die Arbeit greift die herrschenden Konzepte zum Verhältnis von Wertpapierhandelsrechtlichen Verhaltenspflichten und Zivilrecht auf. Sie stellt deren Grundlegungen und Implikationen heraus. Die Arbeit zeigt auf, welchem Konzept nach dogmatischen und praktischen Gesichtspunkten der Vorzug gebührt. Insofern werfen die Konzepte verschiedene Fragen auf: so ist die vielfach aufgegriffene „Ausstrahlung“ der Verhaltenspflichten an sich wenig konturiert, und muss zunächst auf eine methodisch sichere Grundlage zurückgeführt werden, bevor erörtert wird, inwieweit das Ausstrahlungskonzept geeignet ist, die Koordinationsaufgaben im Wertpapierhandelsrecht zu lösen. Die These der privatrechtlichen Einordnung der Verhaltenspflichten setzt eine entsprechende Zielrichtung des Richtlinien- und Umsetzungsrechts voraus. Sie wird daher gerade in dieser Hinsicht auf ihre Stichhaltigkeit hin geprüft. Hinsichtlich des Vertragsauslegungskonzepts stellen sich die zentralen Fragen, ob sich die weitgehende Annahme von Beratungsverträgen halten lässt, und welche Folgen eine konsequente Orientierung an den §§ 133, 157 BGB für die Rezeption des Aufsichtsrechts mit sich bringt. Dabei wird auch die Leitentscheidung des BGH von 2014¹⁷ aufgegriffen.

Im Ergebnis schlägt die Arbeit vor, dass das Aufsichtsrecht im Rahmen der Auslegung eines zwischen Wertpapierdienstleister und Kunde zustande gekommenen Beratungsvertrags berücksichtigt wird. Dabei ist nach dem Maßstab der §§ 133, 157 BGB die Erklärung des Wertpapierdienstleisters dahin zu verstehen, dass dessen Leistung unter Beachtung solcher aufsichtsrechtlichen Pflichten erfolgt, die das Verhalten des Wertpapierdienstleisters im Außenverhältnis zum Kunden betreffen. Für den Fall, dass kein Vertrag zwischen Kunde und Wertpapierdienstleister vorliegt, wird vorgeschlagen, das Aufsichtsrecht faktisch im Rahmen vorvertraglicher Pflichten zu berücksichtigen. Eine deliktische Haftung über § 823 Abs. 2 BGB wird abgelehnt.

17 BGH, Urt. v. 03.06.2014 – XI ZR 147/12.

3. Gang der Untersuchung

Die Arbeit gliedert sich in vier Teile. Im ersten, einführenden Teil¹⁸ zeichnet sie nach, wie sich die Pflichtenregimes für Wertpapierdienstleister in Rechtsprechung und Gesetzgebung entwickelten.

Im zweiten Teil erfolgt ein Seitenblick auf die Lösung von Koordinationsfragen in anderen Kontexten. Dieser gilt zunächst dem US-Wertpapierrecht¹⁹. Aus funktionaler Sicht ist die Koordination von Aufsichts- und Zivilrecht auch mit der Betrauung verschiedener Akteure mit der Rechtsdurchsetzung und Rechtsentwicklung verknüpft. Die vergleichende Betrachtung soll insoweit zu einem Verständnis für die Funktionsweise des deutschen Systems beitragen. Sie geht cursorisch auf Institutionen, Quellen und inhaltliche Vorgaben des Wertpapierrechts im deutsch-europäischen System und in den Vereinigten Staaten ein. In vergleichenden Überlegungen wird ein Schwerpunkt darauf gelegt, wie verschiedene Akteure in den jeweiligen Systemen zusammenwirken, und welche Tendenzen dies für die Debatte der privatrechtlichen Auswirkungen der Verhaltenspflichten hat, die in der deutschen Rechtsordnung beheimatet ist. Auf diese tour d'horizon folgt ein Seitenblick zu einer Koordinationsdebatte im deutschen Recht, nämlich der Diskussion, wie sich finanzaufsichtsrechtliche Vorgaben im Bereich der Corporate Governance auf das allgemeine Aktienrecht auswirken²⁰. Für diesen Bereich hat bereits eine umfangreiche Diskussion um den Ausstrahlungsbegriff stattgefunden. Dieser Forschungsstand soll genutzt werden, um methodische Sicherheit zum auch Wertpapierhandelsrecht häufig aufgegriffenen Ausstrahlungskonzept zu gewinnen. Die Arbeit stellt die Begriffsentwicklung in der Corporate Governance zum Konzept der „faktischen Auslegung“ dar. Sie kommt zum Ergebnis, dass die methodischen Erkenntnisse auch auf das Ausstrahlungskonzept im Wertpapierhandelsrecht übertragen werden können.

Nach diesen Vorarbeiten nimmt die Arbeit im dritten Teil zu den zentralen Koordinationsansätzen Stellung, die sich im Wertpapierhandelsrecht herausgebildet haben: dem Ausstrahlungskonzept, dem Konzept der Verhaltenspflichten als Privatrecht und dem Vertragsauslegungskonzept. Daneben wird eine Schutzgesetzhaftung angesprochen. Zunächst wird dabei

18 § 1, S. 17 ff., zur Entwicklung der Verhaltensstandards § 1.II, S. 25 ff.

19 § 2, S. 41 ff.

20 § 3, S. 93 ff.

das Ausstrahlungskonzept diskutiert²¹, das anhand der Vorarbeiten im zweiten Teil nun methodisch konkretisiert ist, nämlich als eine selbständige Auslegung der jeweiligen zivilrechtlichen Norm unter faktischer Berücksichtigung des Aufsichtsrechts²². Es wird begründet, weshalb dieser Ansatz sich im Wertpapierhandelsrecht nicht als sinnvoll erweist. Anschließend wird zum im Vordringen befindlichen Ansatz einer Einordnung der Verhaltenspflichten als Privatrecht Stellung genommen²³. Die Hypothesen dieses Ansatzes, was Zielrichtung des zugrundeliegenden EU-Rechts und Einordnung des Umsetzungsrechts betrifft, werden im Einzelnen aufgegriffen und widerlegt. In diesem Zusammenhang wird auch auf die Doppelnormtheorie eingegangen, die in Voraussetzung und Wirkung zahlreiche Parallelen zur rein privatrechtlichen Einordnung aufweist²⁴. Auch die Doppelnormtheorie wird abgelehnt. Im darauffolgenden Abschnitt wird das Konzept einer Rezeption der Verhaltenspflichten im Rahmen der Vertragsauslegung behandelt²⁵. Diesem Vertragsauslegungskonzept schließt sich die Arbeit an. Insoweit wird zunächst auf die zugrunde liegende Annahme konkludent geschlossener Beratungsverträge seitens der Rechtsprechung eingegangen. Dabei wird die Kritik aufgegriffen, die an einzelnen Merkmalen geäußert wird, mit denen die Rechtsprechung die Annahme meist konkludent geschlossener Beratungsverträge begründet. Es wird dargelegt, dass die überwiegenden Gründe dafür sprechen, den weiten Maßstab der Rechtsprechung insoweit beizubehalten, und der zivilrechtliche Standard daher weitgehend aus einer Vertragsauslegung ermittelt werden kann.²⁶ Dabei wird konkretisiert, dass der Maßstab der §§ 133, 157 BGB für eine weitgehende Rezeption des Aufsichtsrechts bei der Vertragsauslegung spricht.²⁷ Der dritte Teil der Arbeit wird mit einer Untersuchung der Schutzgesetzzeigenschaft der Verhaltenspflichten abgeschlossen²⁸. Diese wird im Ergebnis abgelehnt.

Im vierten Teil wird beispielhaft anhand ausgewählter Regelungsbereiche dargestellt, welche konkreten Haftungsfolgen sich aus dem Ansatz einer

21 § 4, S. 119 ff.

22 Vgl. § 3.V, S. 117.

23 § 5, S. 143 ff.

24 § 5.VIII, S. 175 ff.

25 § 6, S. 179 ff.

26 § 6.II, S. 182 ff.

27 § 6.IV, S. 197 ff.

28 § 7, S. 209 ff.

Vertragsauslegung ergeben, der im dritten Teil als vorzugswürdig herausgearbeitet wurde²⁹.

4. Begrenzung des Untersuchungsgegenstands

Der Untersuchung liegt die Frage zugrunde, ob und wie die jeweils anwendbaren Verhaltenspflichten sich auf den zivilrechtlichen Standard auswirken. Auf die darüber hinausgehende Frage, wie sich Verhaltenspflichten *aufserhalb* ihres sachlichen Anwendungsbereichs auswirken, etwa in Bezug auf andere Produkte als die in § 2 Abs. 4 WpHG erfassten Finanzinstrumente, wird nur eingegangen, soweit es für diese Fragestellung erforderlich ist. Relevant wird dies insbesondere, als die Leitentscheidung des BGH vom Juni 2014 herangezogen wird, die solch eine Konstellation betrifft.³⁰ Weitere Einschränkungen ergeben sich daraus, dass die Arbeit sich als Teil der Debatte um die Auswirkungen der Verhaltenspflichten versteht, und insoweit gerade einen Schwerpunkt auf Fragen setzt, die insoweit noch nicht hinreichend beleuchtet wurden, oder trotz eingehender Diskussion aus Sicht des Autors weiterhin ungeklärt sind. Auf den in der gegenwärtigen Debatte kaum noch vertretenen³¹ Ansatz einer völligen Nichtbeachtung des Aufsichtsrechts³² im Zivilrecht wird nicht gesondert eingegangen. Auch liegt der Schwerpunkt der Arbeit auf der Frage einer Haftung im Rahmen von Sonderrechtsverhältnissen, die praktisch besonders wichtig wie umstritten ist,³³ während der Untersuchung einer deliktischen Haftung deutlich weniger Raum eingeräumt wird³⁴.

Was den Umfang einzelner Teile betrifft, verzichtet die Arbeit zugunsten einer stringenten Darstellung bewusst auf umfangreiche Ausführungen, wo dies für Zwecke des Untersuchungsgegenstands nicht erforderlich ist. Insbesondere die Erörterungen im zweiten Teil der Arbeit reißen aufgrund ihres speziellen Zuschnitts vielfach aufgegriffene Themenkomplexe nur an. So zielt das vergleichende Heranziehen von Grundstrukturen des US-Systems darauf ab, institutionelle Rahmenbedingungen im deutschen und europäischen System zu verdeutlichen, und damit grundlegende Rahmen-

29 § 8, S. 229 ff.

30 Zur Einordnung dieser Entscheidung § 3.IV.1.c), S. 110 f., vgl. auch § 6.IV.2, S. 200.

31 Schwark/Zimmer-Rothenhöfer, Vor §§ 63 ff. WpHG Rn. 10.

32 Vgl. in diese Richtung Assmann, ZBB 2008, 21, 32.

33 Vgl. Grundmann, Bankvertragsrecht-Grundmann, 8. Teil Rn. 223 f.

34 Siehe aber zur Schutzgesetzhaftung § 7, S. 209 ff.

bedingungen für die Untersuchung herzustellen. Die Ausstrahlungsdebatte in der Corporate Governance wird dahin fruchtbar gemacht, methodische Grundlegungen einer Ausstrahlung herauszuarbeiten, und damit ein bisheriges Forschungsdefizit im Wertpapierhandelsrecht³⁵ zu überwinden. Zugleich wird insoweit als Vorarbeit für den Hauptteil eine Vergleichbarkeit des Ausstrahlungsansatzes mit anderen Koordinationskonzepten hergestellt. Auch der abschließende Teil, in dem die Rechtsfolgen des als vorzugswürdig herausgearbeiteten Ansatz der Vertragsauslegung dargestellt werden, verfolgt einen eng umgrenzten Zweck. Dort sollen nicht kommentarartig die einzelnen Folgen des vorgeschlagenen Vertragsauslegungsansatzes wiedergegeben werden, sondern lediglich instruktiv und beispielhaft dargelegt werden, wie sich gewonnene Erkenntnisse der vorangegangenen Untersuchung in die Praxis übertragen lassen.³⁶

II. Entwicklung von Verhaltensstandards im Wertpapierrecht

Soweit zumindest im Ausgangspunkt ein Dualismus zwischen den Regelungsregimes für die private Haftung der Wertpapierdienstleister einerseits, und aufsichtsbehördliche Maßnahmen andererseits festzustellen ist, stellt sich dies als Ergebnis einer weitgehend selbständigen Entwicklung der jeweiligen Pflichtenstandards dar. Zu Zwecken der Einordnung soll daher zunächst ein kurzer Blick auf die Entwicklung der Verhaltensstandards in der aufsichtsrechtlichen Gesetzgebung und der zivilrechtlichen Rechtsprechung geworfen werden.

35 Dazu § 3, S. 93 ff.

36 Bei der insoweit zu treffenden Auswahl wurde insbesondere darauf verzichtet, Beratungspflichten nach Bond-Rechtsprechung und nach Aufsichtsrecht gegenüberzustellen. Mit der Anknüpfung an das Beratungsvertragsmodell sollen auch die grundlegenden Pflichten anlage- und anlegergerechten Beratung beibehalten werden, und es dürfte mittlerweile auch in der Literatur als geklärt gelten, dass diese mit aufsichtsrechtlichen Voraussetzungen harmonisiert, vgl. Ellenberger/Clouth-V. Lang/Loy, Rn. 580; *Forschner*, Wechselwirkungen, S. 159.

1. Gesetzgebung

a) Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Europäische Anfänge einer Regelung von Verhaltenspflichten gehen bis auf den Segré-Bericht von 1966 zurück³⁷, in dem die Bedeutung individueller Information für den Anleger hervorgehoben worden war³⁸. Etwa ein Jahrzehnt später erließ die EWG-Kommission eine Empfehlung betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen³⁹, die insbesondere bereits allgemeine Grundsätze zur Informationspflicht und Interessenwahrungspflicht enthielt,⁴⁰ als Empfehlung jedoch nur unverbindlich war⁴¹ und auch von der Praxis weitgehend unbeachtet blieb⁴². Einen verbindlichen europäischen Standard schuf die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993⁴³. Diese schrieb in Artikel 11 den Erlass von Wohlverhaltensregeln durch die Mitgliedstaaten vor, die „zumindest“⁴⁴ den dort formulierten Standards zu genügen hatten, unter denen sich bereits eine Interessenwahrungspflicht sowie eine *know your customer*-Regel befand⁴⁵. Umgesetzt wurden diese Maßgaben durch Normierung in den §§ 31 ff. WpHG, das aufgrund des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes⁴⁶ im August 1994 in Kraft trat.

37 Elster, Europäisches Kapitalmarktrecht, 4 ff.

38 *Europäische Wirtschaftsgemeinschaft - Kommission*, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, 238 f., zitiert nach Fuchs WpHG-Fuchs, Vor §§ 31 ff. Rn. 2.

39 Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen (77/534/EWG), ABL L 212 vom 20.08.1977.

40 Zweiter bzw. sechster allgemeiner Grundsatz, vgl. dazu auch *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten, S. 9.

41 vgl. Art. 288 Abs. 5 AEUV, damals Art. 189 Abs. 5 EGV.

42 *Jentsch*, WM 47 (1993), 2189, 2190; *Möllers/Ganten*, ZGR 27 (1998), 773, 776.

43 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABL. L 141 vom 11.06.1993 („WpDL-RL“). Die Zielsetzung des Anlegerschutzes ist auch aus der Präambel ersichtlich: „doppelte Zielsetzung des Anlegerschutzes und der Gewährleistung eines reibungslosen Funktionierens der Wertpapiermärkte“.

44 Art. 11 Abs. 1 S. 2.

45 Art. 11 Abs. 1 S. 4 Gedankenstriche 1 und 4 WpDL-RL.

46 Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26. Juli 1994, BGBl I, S. 1749.

b) Erste Finanzmarktrichtlinie

Vollständig überarbeitet wurden die Verhaltenspflichten durch die Erste Finanzmarktrichtlinie („MiFID“ oder „MiFID I“)⁴⁷, die eine zentrale Etappe des Finanzaktionsplans der Kommission von 1999 zur Integration der Finanzmärkte darstellt⁴⁸. In ihrem Richtlinienvorschlag von Ende 2002 betonte die Kommission auch den Anlegerschutz, insbesondere seien bisherige anlegerschützende Regeln angesichts neuer Marktpraktiken und Geschäftsmodelle überholt gewesen⁴⁹. Im April 2004 wurde die MiFID erlassen, und ersetzte die Wertpapierdienststrichtlinie. Auf zweiter Ebene wurde die im Wege des Lamfalussy-Verfahrens⁵⁰ erlassene Richtlinie flankiert von einer Durchführungsverordnung⁵¹ und einer Durchführungsrichtlinie⁵². Die Implementierung in deutsches Recht erfolgte durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz⁵³ („FRUG“), das am 01. November 2007 in Kraft trat, und eine weitgehende Überarbeitung der Verhaltensregeln im WpHG zur Folge hatte⁵⁴. Weiter konkretisiert wurden die Verhaltens- und

47 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004, ABL L 145 vom 30.4.2004 („MiFID I“).

48 Vgl. insoweit *Europäische Kommission*, Memo/07/439; Grabitz/Hilf-Kampf, E. 26 Rn. 9f.D; *Gomber/Jäger*, ZBB 26 (2014), 40.

49 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, ABL. Nr. C 71 E/62 vom 25.03.2003, Ziff. I.3 (2). Vgl. auch die Allgemeine Zielsetzung der Richtlinienänderung Ziff. I.1.4.

50 Darstellung bei *Osbahr*, Lamfalussyverfahren, 107 ff.

51 Verordnung (EG) Nr.1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABL. L 241 vom 2.9.2006

52 Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABL. L 241 vom 2.9.2006.

53 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.07.2007, BGBl I, S. 333.

54 Vgl. Art 1 FRUG.

Organisationspflichten durch die WpDVerOV⁵⁵ des Bundesfinanzministeriums.

Anders als noch die WpDRL schrieb die MiFID I als vollharmonisierende Richtlinie nicht nur ein Mindestniveau fest. Sie verbot es den Mitgliedstaaten auch, strengere als die vorgesehenen Regelungen festzusetzen⁵⁶. Die Zwecksetzung der MiFID I war dabei eine doppelte. Sie sollte „die Anleger zu schützen und gleichzeitig ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten“⁵⁷. Hinsichtlich der Verhaltenspflichten erhöhte die MiFID I das Schutzniveau⁵⁸. Dies erreichte sie vor allem durch eine Neustrukturierung der Verhaltenspflichten, weg von generalklauselartigen Formulierungen hin zu spezifischen Tatbeständen. Das zeigt sich etwa an der Einführung einer formalisierten Anlegerkategorisierung⁵⁹, wonach der Wertpapierdienstleister zwischen professionellen Kunden, geeigneter Gegenpartei und Kleinanlegern (im WpHG dann „Privatkunde“) ⁶⁰ unterscheiden musste⁶¹. An diese Begriffe anknüpfend wurden wiederum unterschiedliche Verhaltensanforderungen normiert. Eine solch schubladenartige⁶² Einordnung kannten die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die aus ihr hervorgegangenen WpHG-Regelungen noch nicht. Der Zuschnitt einzelner Pflichten auf den jeweiligen Kunden war vielmehr bis dahin im Wesentlichen aus der Formulierung gewonnen worden, die Wertpapierfirma habe die Tätigkeit „im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden“ aus-

55 Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung vom 20.07.2007, BGBl I, S. 1432 (aufgehoben zum 02.01.2018)).

56 Ausdrücklich Art 31 Abs.2 UAbs.2 MiFID: „Die Mitgliedstaaten erlegen diesen Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten in den von der vorliegenden Richtlinie erfassten Bereichen keine zusätzlichen Anforderungen auf.“, vgl. auch *Möllers*, FS Horn, 473, 485; *T. Buchmann*, Umsetzung, S. 100. Allgemein EuGH, Urteil vom 14.01.2010, Rs. C-304/08, Slg. 2010 I-00217, sowie verbundene Rechtssachen C-261/07 und C-299/07, Slg. 2009, I.02949.

57 Erwägungsgrund 44. Diese allgemeine Formulierung spricht auch dagegen, wie *Hirte/Möllers-Möllers*, § 31 Rn. 35 angesichts Erwägungsgrunds 31 abweichend vom Kommissionsvorschlag in erster Linie eine Anpassung des Anlegerschutzes an die Anlegerkategorisierungen bezweckt zu sehen.

58 *Fleischer*, BKR 6 (2006), 389, 394; *Caspari*, NZG 8 (2005), 98, 103.

59 Art. 4 Abs.1 Nr.10-12, Art. 24, Erwägungsgrund 31MiFID

60 § 31a in der bis zum 02.01.2018 geltenden Fassung, jetzt § 67 WpHG.

61 Vgl. *Fuchs WpHG-Fuchs*, Vor §§ 31 ff. Rn. 17 ff.; *Seyfried*, WM 60 (2006), 1375, 1375 ff.

62 *Kasten*, BKR 7 (2007), 261.

zuführen.⁶³ Die auf die Geeignetheit abzielenden Erkundigungspflichten des Wertpapierdienstleisters wurden nach der erbrachten Dienstleistung gestaffelt. Dabei wurde zwischen Anlageberatung und Portfolioverwaltung, Auftragsausführung mit Angemessenheitsprüfung und bloßer Ausführung von Kundenaufträgen differenziert⁶⁴. Die Anlageberatung wurde zur Wertpapierdienstleistung aufgewertet⁶⁵. Die Informationspflichten wurden erheblich ausgeweitet, und durch weit gehende, dem bisherigen Recht fremde Detailvorgaben hinsichtlich Gegenstand und Qualität zu erteilender Information angereichert⁶⁶. Auch die Aufklärung hinsichtlich Vertriebsprovisionen und sonstiger Zuwendungen im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen („inducements“ bzw. „Anreize“)⁶⁷ wurde im Zuge der MiFID I einer ausdrücklichen Regelung zugeführt. Die bisherige Rechtslage hatte sich aus den generalklauselartigen Formulierungen der generellen Interessenwahrungspflicht sowie dem Verbot nicht interessensentsprechender Empfehlungen ergeben⁶⁸. Die BaFin⁶⁹ hatte diese dahingehend ausgelegt, dass zwischen Kick-Backs und sonstigen Vorteilen zu unterschieden war, und bei Letzteren eine allgemeine Aufklärung genügen lassen⁷⁰. Diese Unterscheidung wurde aufgehoben. Zuwendungen wurden grundsätzlich verboten, zugleich aber ein Ausnahmetatbestand für Gebühren geschaffen, die die Wertpapierdienstleistung ermöglichen und keine Interessenkonflikte hervorrufen.⁷¹ Erstmals führte die MiFID I Grundsätze für die Bearbei-

63 Art. 11 Abs. 1 S. 4 Gedankenstrich 1 WpDL-RL, *Mülbert*, WM 55 (2001), 2085, 2099.

64 Art. 19 Abs. 4, 5 und 6 MiFID, in deutschem Recht § 31 Abs. 4, 5 und 7 WpHG in der bis zum 02.01.2018 geltenden Fassung; jetzt §§ 64 Abs. 3, 63 Abs.10 und 11. Schwark/Zimmer *KMRK-Rothenhöfer*, Vor §§ 31. ff WpHG, Rn. 20; *Spindler/Christoph*, BB 2004, 2197, 2204.

65 *Grundmann*, ZBB 30 (2018), 1, 7.

66 Art. 27-33 DRL MiFID I; *Hellgardt/Kumpan*, DB 2006, 1714.

67 Art. 26 DRL MiFID I.

68 §§ 31 Abs.1 Nr.1 WpHG a.F., 32 Abs.1 Nr.1, Abs.2 Nr.1 WpHG a.F.; Art.11 Abs.1 S. 4 Gedankenstriche 1 und 2; *Hellgardt/Kumpan*, DB 2006, 1714, 1718. Zur Rechtsprechungsentwicklung siehe § 1.II.2.a), 35 ff.

69 Zu diesem Zeitpunkt noch: das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel („BAWe“).

70 Teil B Nr.1.2 Abs.3 der Wohlverhaltensrichtlinie (Richtlinie gemäß § 35 Abs.6 WpHG zur Konkretisierung der §§ 31 ff. WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 23. August 2001), aufgehoben zum 01. November 2007; *Hellgardt/Kumpan*, DB 2006, 1714, 1718.

71 Art. 26 DRL MiFID I, umgesetzt in § 31d WpHG a.F. Hierzu *Hellgardt/Kumpan*, DB 2006, 1714, 1718.

tung von Kundenaufträgen ein, diese sollten insbesondere unverzüglich und redlich im Verhältnis zu anderen Kundenaufträgen oder den Handelsinteressen der Wertpapierfirma sowie nach dem Prioritätsgrundsatz erfüllt werden⁷². Neu war die explizite Regelung einer Pflicht zur *best execution*⁷³. Weiter wurde eine Offenlegungspflicht für Interessenkonflikte eingeführt, die nicht durch organisatorische Maßnahmen beseitigt werden konnten⁷⁴.

c) Nationale Gesetzgebung im Nachgang der Finanzkrise

In der öffentlichen Diskussion nach der Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 zeichnete sich ein zunehmendes Misstrauen gegenüber den Finanzmärkten sowie gegen Anbieter von Finanzdienstleistungen ab. Der deutsche Gesetzgeber reagiert mit einer Reihe von Änderungen, um wieder Vertrauen in den Kapitalmarkt herzustellen.⁷⁵ Hervorzuheben ist insoweit das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz⁷⁶. Es führte die Pflicht des Anlageberaters zur Bereitstellung eines Produktinformationsblatts⁷⁷ ein. Zusätzlich zu den bereits bestehenden Explorationspflichten regelte es ausdrücklich, dass nur geeignete Finanzprodukte empfohlen werden dürfen⁷⁸. Durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts⁷⁹ erstreckte der Gesetzgeber den Begriff der Finanzinstrumente im WpHG, und damit auch die Anwendbarkeit

72 Art. 22 MiFID I, umgesetzt in § 31c WpHG a.F.; *Spindler/Christoph*, BB 2004, 2197, 2204.

73 § 33a WpHG, Art. 19 Abs. 1, 21 MiFID, Art. 44 ff. MiFID-DRL, dazu *Spindler/Kasten*, WM 60 (2006), 1797, 1801 ff.

74 Art. 18 Abs. 2 MiFID I, Umsetzung in § 31 WpHG a.F. (jetzt: § 63 Abs. 2 WpHG). Zuvor galt in diesem Fall nur Ausführung „unter der gebotenen Wahrung des Kundeninteresses“ § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG in der bis zum 19.07.2007 geltenden Fassung; bzw. Behandlung „nach Recht und Billigkeit“, Art. 11 Abs. 1 S. 4 Gedankenstrich 6 WpDL-RL.

75 RegE AnsFuG vom 08.11.2010, BT-Drucks. 17/3628. S. 1, RegE Honoraranlageberatungsgesetz vom 06.02.2013, BT-Drucks. 17/12295, S. 25; RegE Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 06.06.2011, S. 30; RegE Kleinanlegerschutzgesetz vom 11.02.2015, BT-Drucks. 18/3994, S. 1.

76 Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 05.04.2011, BGBl. I S. 538 vom 07.04.2011.

77 Jetzt § 64 Abs. 2 WpHG.

78 § 31 Abs. 4a a.F., jetzt § 64 Abs. 3 S. 2 WpHG, Art. 54 Abs. 10 DelVO (EU) 2017/565.

79 Vom 06.12.2011, BGBl. I S. 2481 vom 12.12.2011.