

JULIUS FORSCHNER

Wechselwirkungen
von Aufsichtsrecht
und Zivilrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
12*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

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

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

12



Julius Forschner

Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht

Eine Untersuchung zum Verhältnis der §§ 31 ff. WpHG
und zivilrechtlichem Beratungsvertrag

Mohr Siebeck

Julius Forschner, geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Tübingen; bis 2012 Assistent an der Universität Tübingen; seit Ende 2012 Lehrbeauftragter an der Universität Hamburg und Referendar am Hanseatischen Oberlandesgericht; Promotion 2013.

D 21

ISBN 978-3-16-152755-5 / eISBN 978-3-16-158812-9 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

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

Das Buch wurde Laupp & Göbel in Nehren aus der Garamond gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2012/2013 von der Juristischen Fakultät der Universität Tübingen als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung sind noch bis Ende April 2013 berücksichtigt.

Mein Dank gilt allen voran meinem verehrten Doktorvater Herrn Professor Dr. Heinz-Dieter Assmann, LL.M. Während meiner Zeit als Assistent an seinem Lehrstuhl hat er mir alle erdenklichen Freiheiten zum eigenständigen wissenschaftlichen Arbeiten gegeben. Darüber hinaus möchte ich Professor Dr. Dr. h.c. Georg Sandberger für die Erstellung des Zweitgutachtens in rekordverdächtiger Zeit danken.

Ich bedanke mich außerdem bei meinen Freunden und Weggefährten, die mich während der Zeit der Dissertation begleitet und alle auf ihre eigene Weise ihren Beitrag am Entstehen der Arbeit geleistet haben. Namentlich hervorheben möchte ich Dr. Johannes Fridrich, Constanze Hirsch, Dr. Steffen Ott, Thomas Pflock, Leonard von Rummel und Dr. Benjamin Sorg.

Schließlich möchte ich meinen Eltern Dr. Susanne Forschner und Dr. Wilfried Forschner, sowie meiner Großmutter Erna Stumptner besonderen Dank aussprechen. Ohne sie wäre ich nicht das, was ich heute bin. Sie haben mich in allen Phasen meiner Ausbildung finanziell und moralisch unterstützt. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg im April 2013

Julius Forschner

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
A. Einleitung	1
I. Anlass der Untersuchung	2
II. Gegenstand der vorliegenden Arbeit	3
1. Begrenzung bezüglich der Verhaltenspflichten	3
2. Begrenzung bezüglich des zivilrechtlichen Teils	6
III. Gang der Untersuchung	6
B. Begriff und Entstehungsgeschichte der „Wohlverhaltensregeln“	7
I. Begriff der Wohlverhaltensregeln	7
II. Entstehungsgeschichte der Wohlverhaltensregeln	9
1. Der Weg zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	9
a) Der Segré-Bericht von 1966	9
b) Kommissionsempfehlung vom 25.7.1977	10
c) Vorschlag für eine Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	11
d) Zusammenfassung	12
2. Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vom 10.5.1993 und ihre Umsetzung in deutsches Recht durch das 2. FMFG	12
a) WpDRL	12
b) Umsetzung in nationales Recht	13
3. Die Einführung der Sonderverjährungsregelung des § 37a WpHG a. F.	14
4. Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz und die Einführung spezialgesetzlicher Haftungstatbestände	15
5. Die MiFID und ihre Umsetzung in deutsches Recht	16
a) Die Richtlinie 2004/39/EG	16
b) Die MiFID-Durchführungsrichtlinie	18
c) Die MiFID-Durchführungsverordnung	20
d) Die Umsetzung in nationales Recht	21
e) Zusammenfassung zur Umsetzung der MiFID	22

6. Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 7. 4. 2011	23
a) Die Neuregelungen im Einzelnen	23
b) Die Gesetzesbegründung zum AnsFuG	24
c) Fazit	26
7. Zwischenergebnis und Ausblick	26
C. Die Kompetenz der Europäischen Union zur Angleichung im Bereich der Vereinheitlichung der Wertpapiermärkte und der Harmonisierungsgrad der MiFID	28
I. Problemstellung	28
II. Die Kompetenzgrundlage für die Angleichung	29
1. Der grundsätzliche Zusammenhang zwischen Kompetenzgrundlage und Wirkungsweise im nationalen Recht	30
2. Die MiFID und Art. 47 EGV a. F.	34
a) Die grundsätzliche Kompetenz zum Erlass der MiFID auf Grund von Art. 47 II EGV	35
(1) Angleichungsmaßnahmen nach Art. 47 II EGV	36
(2) Zweck der Richtlinien und Art. 47 II EGV	37
b) Rückschlüsse auf die Regelungstechnik anhand von Art. 47 II EGV	38
III. Der Gegenstandsbereich der Richtlinie	39
1. Erwägungsgründe als Argument	39
2. Erstreckung auf das Zivilrecht auf Grund des „effet utile“? ...	39
3. Zielverbindlichkeit der Richtlinie und nationales Zivilrecht ...	41
4. Sinn und Zweck der Richtlinien	43
5. Anlegerschutz als Ziel der Richtlinie und aufsichtsrechtlicher Gegenstandsbereich	44
6. Fazit	47
IV. Die Harmonisierungsintensität der MiFID und der MiFID DRL	48
1. Unterschiedliche Harmonisierungsintensitäten	48
a) Vollharmonisierung	49
b) Mindestharmonisierung	49
c) „Optionelle Harmonisierung“	51
2. Die Bestimmung der Harmonisierungsintensität	52
3. Harmonisierungsintensität im Wandel: WpDRL, MiFID und MiFID DRL	54
a) WpDRL	55
b) MiFID	55
c) MiFID Durchführungsrichtlinie	57

d) Verhältnis von Art. 31 I, 32 I MiFID und Art. 4 MiFID DRL	60
e) Zusammenfassung	60
4. Ausblick: Harmonisierungsintensität der MiFID II	61
D. Die rechtssystematische Einordnung der Wohlverhaltenspflichten	63
I. Die Notwendigkeit der Abgrenzung von privatem und öffentlichem Recht	63
II. Die Einordnung durch die Rechtsprechung	65
1. Die Einordnung durch den III. Zivilsenat	66
2. Die Einordnung durch den XI. Zivilsenat	66
3. Zusammenfassung und Konsequenzen aus der unterschiedlichen Beurteilung	67
III. Möglichkeiten zur rechtssystematischen Einordnung	69
1. Die grundsätzliche Möglichkeit von Doppelnormen	70
2. Abgrenzung nach den klassischen Abgrenzungstheorien	72
a) Grundprobleme für die Abgrenzung nach den klassischen Theorien	73
b) Interessentheorie	74
c) Subordinationstheorie	76
d) Modifizierte Subjekttheorie	78
e) Kombination verschiedener Theorien	79
f) Keine Bestimmung der Rechtsfolge anhand der klassischen Abgrenzungstheorien	80
IV. Bestimmung der Rechtsfolgen durch Auslegung	80
1. Grammatikalische Auslegung	81
a) Auslegung der Wohlverhaltenspflichten selbst	81
b) Auslegung des § 280 I 1 BGB als Rechtsfolgenanordnung	82
2. Historische Auslegung	82
a) Die europarechtliche Herkunft der Wohlverhaltensregeln	83
b) Gesetzgebungsmaterialien	84
c) Kompetenzgrundlage	85
d) Zusammenfassung zur Gesetzgebungsgeschichte	86
3. Teleologische Auslegung	86
a) Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	87
b) Individueller Anlegerschutz als (weiterer) Sinn und Zweck der Vorschriften?	89
c) Das Tätigwerden der BaFin allein im öffentlichen Interesse	91

d) Zusammenfassung zum Telos der Wohlverhaltenspflichten	93
4. Systematischer Zusammenhang	93
a) Die Verjährungsregel des § 37 a WpHG a. F.	93
b) Vergleich mit anderen Regelungskomplexen	95
c) Die Möglichkeit zum Erlass von Richtlinien durch die BaFin	96
5. Fazit	97
E. Auswirkung der öffentlich-rechtlichen Vorschriften auf die Vertragsbeziehungen	98
I. Das Verhältnis von öffentlichem Recht und Privatrecht als fächerübergreifendes Problem	99
II. Die dogmatische Begründung vertraglicher Aufklärungspflichten	101
1. Der konkludent abgeschlossene Auskunfts- oder Beratungsvertrag	102
a) Abgrenzung von anderen Konstruktionen	103
b) Kritik an der Konstruktion über einen selbstständigen Vertrag	104
c) Begründung des Rechtsbindungswillens	105
2. Bestimmung der einzelnen vertraglichen Pflichten	107
a) Der Beratungsvertrag als Vertrag der Fremdinteressenwahrung	107
b) Die Auslegung des Vertrags als Ausgangspunkt	108
3. Pflichten aus culpa in contrahendo	112
4. Zusammenfassung	113
III. „Ausstrahlungswirkung“ der öffentlich-rechtlichen Vorschriften?	113
1. Faktische Ausstrahlungswirkung	115
2. Die öffentlich-rechtlichen Verhaltenspflichten als zwingende Untergrenze der privatrechtlichen Vertragspflichten	117
a) Entstehen einer Verkehrssitte als Begründung für eine „einseitige Ausstrahlungswirkung“	118
b) Berücksichtigung der öffentlich-rechtlichen Pflichten bei der Rechtsfortbildung im Zivilrecht	120
c) Ergebnis	122
3. Begrenzung der zivilrechtlichen Pflichten durch das öffentliche Recht („negative Ausstrahlungswirkung“)	123
a) Begründungsansätze für die „negative Ausstrahlungs- wirkung“	123

b)	Die These vom „strengeren“ Zivilrecht	124
(1)	Vertraglich begründete Pflichten	125
(2)	Gesetzlich begründete Informations-, Warn- und Aufklärungspflichten?	128
(3)	Fazit	131
c)	Konterkarieren der aufsichtsrechtlichen Regelungsziele durch (weitergehende) zivilrechtliche Verhaltensstandards?	131
(1)	Verstoß gegen die Ziele der Richtlinie	131
(2)	Verstoß gegen die Grundfreiheiten	133
IV.	Einfluss der öffentlich-rechtlichen Vorschriften auf die Auslegung der Auskunfts- oder Beratungsverträge	134
1.	Die grundsätzliche Trennung zwischen zivilrechtlichen und öffentlich-rechtlichen Pflichten	134
a)	Unterschiedliche und gleichlaufende Regelungsansätze von öffentlichem Recht und Zivilrecht	135
b)	Die Entwicklung der zivilrechtlichen Rechtsprechung als Reaktion auf einzelne Schadensfälle	137
c)	Prozessrisiko als Argument für eine aufsichtsrechtlich unabhängige Durchsetzung	138
d)	Trägheit des Aufsichtsrechts und Flexibilität der zivilgerichtlichen Rechtsprechung	139
2.	Einheitslösung auf Grund des Verbots der gespaltenen Auslegung?	139
3.	Auswirkungen des öffentlichen Rechts auf die Auslegung der Willenserklärungen	140
a)	Gesetzeskonforme Auslegung	140
b)	Einfluss auf den objektiven Empfängerhorizont	142
c)	Ergebnis zum Einfluss auf die Auslegung der Willenserklärung	144
4.	Abdingbarkeit der Aufklärungs- und Beratungspflichten	144
5.	Ergebnis zur Auswirkung des Aufsichtsrecht auf das Zivilrecht	146
V.	Schutzgesetzzeigenschaft der Wohlverhaltenspflichten	146
1.	Position der Rechtsprechung	147
2.	Anlegerschutz als Zweck	148
3.	Einfügung in das haftungsrechtliche Gesamtsystem	148
4.	Adressat der Wohlverhaltenspflichten	150
5.	Ergebnis zur Schutzgesetzzeigenschaft	151

F. Die Konfliktfelder im Einzelnen	152
I. Weitergehende zivilrechtliche Pflichten bei nicht eröffnetem Anwendungsbereich des WpHG	152
II. Anlageberatung im Aufsichtsrecht und im Zivilrecht	153
1. Zivilrechtlicher Vertragsschluss versus aufsichtsrechtliche Beratungssituation	154
2. Zeitpunkt des Beratungsvertragsschlusses und Zeitpunkt der Begründung aufsichtsrechtlicher Pflichten	155
3. Interessenwahrungspflicht im Zivilrecht und aufsichtsrechtliche Ausprägungen der Interessenwahrungspflicht	156
4. Die Unabhängigkeit der aufsichtsrechtlichen Pflichten von der Wirksamkeit des zivilrechtlichen Beratungsvertrags ...	157
III. Anleger- und objektgerechte Beratung im Zivilrecht und Geeignetheitskonzept des Aufsichtsrechts	158
IV. Pflicht zur Aufklärung über die Bevorzugung hauseigener Produkte	159
1. Verbotslösung versus Aufklärungslösung	160
2. Grundsätzlicher Einfluss des WpDVerOV auf die Auslegung des Beratungsvertrages	161
3. Einfluss des § 5 II 2 Nr. 2a lit. a und lit. b WpDVerOV auf die zivilrechtlichen Pflichten	162
4. Zusammenfassung	164
V. Rückvergütungen und Innenprovisionen	164
1. Der zivilrechtliche Grundsatz zur Offenlegung von Rückvergütungen und Innenprovisionen	165
a) Abgrenzung von Rückvergütungen und Innenprovisionen	165
b) Die Rechtsprechung zur Offenlegungspflicht von Vertriebsprovisionen	166
(1) Entwicklung der Rechtsprechung	166
(2) Zentrale Eckpunkte der Aufklärungspflicht	167
(a) Offenlegungspflicht auf Grund eines Interessenkonflikts	167
(b) Offenlegungspflicht auf Grund einer Beeinträchtigung der Werthaltigkeit der Anlage	169
(c) Bewertung der zivilgerichtlichen Rechtsprechung	171
2. Diskrepanzen zu den aufsichtsrechtlichen Pflichten	173
a) Diskrepanzen außerhalb des Anwendungsbereich des § 31 d WpHG	173
(1) Anwendung auf nicht dem WpHG unterfallende Produkte	174

(2) Anwendung auf nicht bankgebundene Anlageberater	175
b) Diskrepanzen bei eröffnetem Anwendungsbereich des § 31 d WpHG	177
(1) Verbotslösung versus Aufklärungslösung	177
(2) Begriff der Zuwendungen im Sinne des § 31 d WpHG	179
(3) Umsatzabhängigkeit der Zuwendung	180
(4) Das Zwei-Stufen-Modell des § 31 d III WpHG	181
c) Zusammenfassung zur Auflösen der Diskrepanzen	181
3. Ausblick	182
VI. Gewinnmargen	182
1. Zivilrechtlicher Grundsatz zur Offenlegung von Gewinnmargen?	183
a) Der durch Gewinnmargen hervorgerufene Interessenkonflikt	184
b) Die Offenkundigkeit des Interessenkonflikts bei Gewinnmargen	185
c) Ausnahme für Fällen der einstrukturierten Gewinnmarge?	186
d) Zusammenfassung	187
2. Aufsichtsrechtliche Pflicht zur Aufklärung über Gewinnmargen?	187
a) Eingepreiste Gewinnmargen	188
b) Durch Preisabschläge generierte Gewinnmargen	189
(1) Wortlautauslegung des § 31 d WpHG	190
(2) Sinn und Zweck des § 31 d WpHG	191
(3) Europarechtlicher Hintergrund	193
(4) Gesetzgebungsmaterialien	194
(5) Zwischenergebnis	195
(6) Im Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung?	195
3. Zusammenfassung	196
VII. Aufklärungspflicht über die Bonität des Emittenten	197
1. Zivilrechtliche Pflicht zur Aufklärung über die Bonität des Emittenten	197
2. Aufsichtsrechtliche Pflicht zur Aufklärung über die Bonität des Emittenten	197
3. Diskrepanz zu den zivilrechtlichen Pflichten	198
VIII. Dokumentation der Anlageberatung, § 34 II a WpHG	199
1. Keine zivilrechtliche Dokumentationspflicht	199
2. Aufsichtsrechtliche Dokumentationspflicht	200
3. Auflösung der Diskrepanz	201

G. Zusammenfassung und Thesen	202
I. Zur Entwicklungsgeschichte der Wohlverhaltenspflichten	202
II. Zur Angleichungskompetenz der Europäischen Union und zum Harmonisierungsgrad der Richtlinie	202
III. Zur rechtssystematischen Einordnung der nationalen Vorschriften	203
IV. Zur Auswirkung der öffentlich-rechtlichen Vorschriften auf das Zivilrecht	204
V. Diskrepanzen im Einzelnen	205
VI. Fazit	207
Literaturverzeichnis	209
Sachverzeichnis	229

A. Einleitung

Die seit 2008 andauernde Finanzkrise hat der Rechtsprechung zum Anleger-schutz erneut Vorschub geleistet und eine Flut an Entscheidungen ausgelöst. In vielen Fällen versuchen Anleger, ihre Verluste dadurch zu kompensieren, dass sie die beratende Bank wegen fehlerhafter Anlageberatung auf Schadensersatz in Anspruch nehmen. Der BGH hat seit seiner Bond-Entscheidung¹ aus dem Jahre 1993 eine Vielzahl von Beratungs- und Aufklärungspflichten aus still-schweigend geschlossenen Beratungsverträgen entwickelt. Diese wurden über die Jahre weiter ausdifferenziert und haben in jüngerer Vergangenheit viel diskutier-te Urteile, wie beispielsweise die Entscheidungen zu Zins-Swaps² und zum Fall Lehmann-Brothers³, nach sich gezogen haben.

Unabhängig von den konkreten Pflichten im Einzelfall haben diese Entschei-dungen auch dogmatische Fragen aufgeworfen. Schon die Konstruktion des still-schweigend geschlossenen Beratungsvertrages ist nach wie vor äußerst umstrit-ten. Der BGH geht davon aus, dass bereits durch Aufnahme eines Beratungs-gesprächs zwischen Bank und Kunden ein solcher Beratungsvertrag zustande kommt. Aus diesem Beratungsvertrag soll die Bank zur anleger- und objektge-rechten Beratung verpflichtet sein. Da diese zivilrechtlichen Beratungspflichten gesetzlich nicht normiert sind, werden sie vom BGH unter „Berücksichtigung aller Umstände im Einzelfall“ durch Vertragsauslegung gewonnen.⁴

Dem zivilrechtlichen Pflichtenkanon stehen in den §§ 31 ff. WpHG auf-sichtsrechtliche Pflichten gegenüber, die gleichfalls die Beratungssituation zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde im Blick haben, aber – zumindest nach überwiegender Auffassung – allein öffentlich-rechtlich durchgesetzt und durch die BaFin überwacht werden.⁵ Von der Schaffung einer spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlage⁶ mit der direkten Haftungsfolge bei

¹ BGHZ 123, 126.

² BGHZ 189, 13.

³ BGH BKR 2011, 508.

⁴ Vgl. dazu unten S. 108 ff.

⁵ Vgl. dazu unten S. 63 ff.

⁶ Spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen finden sich beispielsweise in den §§ 37b, 37c WpHG wegen der Unterlassung unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen oder Veröffentlichung unwahrer Insiderinformation. Freilich mit dem entscheidenden Unter-schied, dass diese Anspruchsgrundlagen gerade erforderlich sind, weil sie Konstellationen be-treffen, in denen in der Regel gerade kein Vertragsverhältnis zwischen den Beteiligten besteht.

Verletzung einer Pflicht aus den §§ 31 ff. WpHG hat der Gesetzgeber bisher abgesehen.

Da der öffentlich-rechtliche Pflichtenkanon durch detaillierte europarechtliche Vorgaben immer weiter ausdifferenziert wurde, kommt es in Einzelfällen zu der Situation, dass die zivilrechtlichen Pflichten aus dem Beratungsvertrag hinter dem aufsichtsrechtlichen Standard zurückbleiben oder über diesen hinausgehen. Als Beispiel sei hier § 31 d I Nr. 2 WpHG angeführt, der eine Offenlegungspflicht bezüglich Existenz, Art und Umfang von Provisionen statuiert. Abweichend hiervon hat der BGH aus dem zivilrechtlichen Beratungsvertrag strengere Pflichten für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgeleitet.⁷

Dadurch kann sich ein Konflikt zwischen den aufsichtsrechtlichen Pflichten und den Pflichten aus dem zivilrechtlichen Beratungsvertrag ergeben. Die folgende Arbeit widmet sich der Frage, wie dieser Konflikt aufzulösen ist.

I. Anlass der Untersuchung

Die aufsichtsrechtlichen Pflichten sind zuletzt durch die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente („MiFID“)⁸ neu gestaltet worden. Dieser europarechtliche Hintergrund verleiht dem Thema besondere Brisanz. Bereits in den Beratungen des Finanzausschusses zur MiFID wurde die Problematik des Verhältnisses von Aufsichtsrecht und zivilgerichtlicher Rechtsprechung erkannt und es wurde festgestellt, dass sie bisher nicht ausreichend gelöst werden konnte.⁹

Diese für die Praxis wenig zufriedenstellende Lösung wirft sowohl für Wertpapierdienstleistungsunternehmen als auch Kunden eine Vielzahl von Fragen auf.

Für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen stellt sich die Frage: Genügt man auch den zivilrechtlichen Haftungsmaßstäben, wenn man sich an die Pflichten aus dem WpHG hält? Muss damit gerechnet werden, dass der BGH über das Gesetz hinausgehende Vertragspflichten begründet? Falls ja, ist dies mit den Vorgaben der europäischen Richtlinien vereinbar oder wurde vielmehr eine Vollharmonisierung angestrebt, die es dem deutschen Gesetzgeber und den Gerichten verbietet, über die Vorgaben der Richtlinie hinauszugehen?

Für den Kunden stellt sich insbesondere die Frage, unter welchen Voraussetzungen er Schadensersatz wegen nicht ordnungsgemäßer Beratung verlangen kann.

⁷ Vgl. dazu unten S. 152ff.

⁸ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, 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 und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.

⁹ Wortprotokoll des Finanzausschusses v. 7. 3. 2007, Protokoll Nr. 16/51, S. 23f.

In der Literatur ist sowohl die Frage nach der rechtssystematischen Einordnung der Verhaltensregeln (öffentliches Recht oder Zivilrecht?) als auch ihr Verhältnis zu den zivilrechtlichen Vertragspflichten weiterhin umstritten. Für die zivilgerichtliche Rechtsprechung stellt sich insbesondere die Frage, ob sie bei der Beurteilung der Vertragspflichten an die Vorgaben der europarechtlichen Richtlinien und ihre Umsetzung im WpHG gebunden ist oder bei der Entwicklung der Pflichten weitgehend freie Hand hat.¹⁰

Nicht zuletzt die für die Praxis unbefriedigend gelöste Frage gab Anlass zur vorliegenden Arbeit. Daneben waren es auch die in der Diskussion teilweise vernachlässigten Grundlagenfragen, die in der Kommentarliteratur – verständlicherweise – nur am Rande behandelt werden können. Teilweise wird mit Begriffen wie „Ausstrahlungswirkung“ und „Doppelnormen“ jongliert, ohne dabei den eigentlichen Fragen vertieft auf den Grund zu gehen. Die einzige bisher zum Thema erschienene Monographie aus dem Jahr 2004¹¹ betrifft nur eine einzelne Norm des WpHG und konnte die tiefgreifenden Veränderungen durch die MiFID naturgemäß nicht berücksichtigen und damit auch nicht die Frage beantworten, ob sich europarechtlich eine regelungstechnische Wandlung vom Aufsichtsrecht zum Zivilrecht verzeichnen lässt oder nur eine weitere Ausdifferenzierung aufsichtsrechtlicher Pflichten.

II. Gegenstand der vorliegenden Arbeit

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich – wie bereits angedeutet – mit der Auswirkung kundenspezifischer Wohlverhaltenspflichten des 6. Abschnitts des Wertpapierhandelsgesetzes auf das Zivilrecht, insbesondere auf die vertraglichen Auskunft- und Beratungspflichten zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunden. Weil der Gesetzgeber im 6. Abschnitt Verhaltenspflichten für verschiedene Arten von Wertpapierdienstleistungen nebeneinander regelt und nicht nur solche, die das Verhältnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen zum Kunden betreffen, ist es zunächst erforderlich, zu bestimmen, was unter „kundenspezifischen“ Wohlverhaltenspflichten zu verstehen ist.

1. Begrenzung bezüglich der Verhaltenspflichten

Unter kundenspezifischen Wohlverhaltenspflichten sind alle die Pflichten zu verstehen, die das Verhältnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und

¹⁰ Für eine Sperrwirkung allen voran *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170 (186); *Veil*, WM 2007, 1821 (1826); zustimmend *Ekkenga/Bernau*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Handbuch Bankrecht, § 57 Rn. 56; *Herrestahl*, ZBB 2009, 348 (351); *Sethe*, in: FS Nobbe (2009), S. 769 (787). Dagegen *Assmann*, in: Aktuelles Finanzmarktrecht (2010), S. 23 (28); *Habersack*, in: Bankrechtstag 2010, S. 3 (12).

¹¹ *Leisch*, Informationspflichten, passim.

Kunden betreffen, also nicht lediglich die interne Organisation des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.

Zu den kundenspezifischen Wohlverhaltenspflichten gehören alle Informationspflichten und Informationseinholungspflichten gegenüber und von dem Kunden (§§ 31 I Nr. 1, Nr. 2, II–VIII WpHG), allgemeine Verhaltenspflichten bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen (§§ 31 c, 33 a WpHG) und das Verbot der Entgegennahme von Zuwendungen von Dritten (§ 31 d WpHG).

§ 31 d WpHG nimmt hierbei eine Sonderstellung ein, da er verschiedene Arten von Verhaltenspflichten kombiniert. Es wird ein grundsätzliches Verbot statuiert, Zuwendungen entgegenzunehmen, von dem aber unter bestimmten Voraussetzungen Ausnahmen zugelassen sind. Die Ausnahmen setzen unter anderem die Offenlegung der Zuwendung voraus (§ 31 d I 1 Nr. 2 WpHG), was einer Informationspflicht gleich kommt. Man kann also von einer aus verschiedenen Verhaltenspflichten kombinierten Pflicht sprechen, die aber alle gegenüber dem Kunden bestehen, so dass es sich hierbei um eine kundenspezifische Wohlverhaltenspflicht im Sinne der oben aufgestellten Definition handelt.

Ausgeblendet werden hier die Sonderregeln für den Betrieb multilateraler Handelssysteme (§§ 31 f, 31 g WpHG).¹² Zwar handelt es sich auch bei den Betreibern von multilateralen Handelssystemen um Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 2 III Nr. 8 WpHG), der Betreiber eines solchen Systems liefert aber lediglich die Plattform für den Handel. Zwischen ihm und den Kunden des Systems kommt ersichtlich kein zivilrechtlicher Auskunfts- oder Beratungsvertrag zustande. Deshalb kann es von vornherein zu keinem Konflikt zwischen Aufsichtsrecht und Beratungsvertrag kommen.

Problematisch ist teilweise die Abgrenzung von internen Organisationspflichten und kundenspezifischen Verhaltenspflichten. Die Unterscheidung zwischen Organisationspflichten („*prudential rules*“) und Wohlverhaltenspflichten („*rules of conduct*“) ist nicht immer eindeutig. Schon in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹³ (im Folgenden WpDRL) trafen sowohl Art. 10 (Organisationspflichten) als auch Art. 11 (die Wohlverhaltenspflichten) Regeln zu Interessenkonflikten, die vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu befolgen waren.¹⁴ Diese europarechtliche Konzeption führt die MiFID fort. Gemäß Art. 18 MiFID muss die Wertpapierfirma angemessene Vorkehrungen treffen, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Damit sind allerdings nur organisatorische Vorkehrungen im Unternehmen intern gemeint und keine externen Pflichten dem Kunden gegenüber. Gemäß Art. 18 II MiFID müssen die Interessenkonflikte gegebenenfalls offengelegt werden, wenn sie nicht vollständig vermieden werden können.¹⁵

¹² Vgl. zu den europarechtlichen Vorgaben *Seitz*, AG 2004, 497 (501).

¹³ Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. 5. 1993 über Wertpapierdienstleistungen, Abl. Nr. L 141 vom 11. 6. 1993 S. 0027–0046.

¹⁴ *Ferrarini*, CMLR 1994, 1283 (1305).

¹⁵ *Duwe/Keller*, BB 2006, 2537 (2541).

Hier kann man die Verzahnung von Organisationspflichten und kundenbezogenen Pflichten erkennen. Diese doppelte Regelung der Interessenkonflikte (Organisationsvorkehrungen/Offenlegungspflicht) kommt auch im deutschen Recht zum Ausdruck, indem einerseits in § 33 I 2 Nr. 3 WpHG die Organisationspflichten normiert werden, andererseits in § 31 I Nr. 2 WpHG eine Offenlegungspflicht statuiert wird. Letztere könnte zumindest theoretisch Gegenstand eines Beratungsvertrags sein und ist deshalb ebenfalls Gegenstand dieser Arbeit.

Außen vor bleiben auch die Organisationspflichten der §§ 33–34a WpHG, die ausschließlich die interne Organisation der Wertpapierdienstleistungsunternehmen betreffen. Nicht eindeutig lässt sich die Einordnung des § 33a WpHG vornehmen, der die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen verlangt. Hierin kann man zwar grundsätzlich eine kundenspezifische Pflicht sehen, die in dieser Form auch Gegenstand des Beratungsvertrags sein könnte. Jedoch fordert § 33a I WpHG lediglich *Vorkehrungen* zu treffen und Grundsätze festzulegen, die eine bestmögliche Ausführung der Kundenaufträge ermöglichen. Hierbei handelt es sich also ebenfalls um eine (interne) Organisationsvorschrift.¹⁶

Die Verhaltenspflichten für Finanzanalysten (§ 34b WpHG) spielen für die vorliegende Arbeit ebenfalls keine Rolle. Charakteristisch für Finanzanalysten ist gerade, dass sie einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden. Vertragsbeziehungen zwischen Finanzanalysten und „Empfängern“ der Analyse kommen gerade nicht zustande. Somit scheidet auch eine Kollision öffentlich-rechtlicher Aufsichtspflichten und Vertragspflichten aus.

Die §§ 31 ff. WpHG enthalten an verschiedenen Stellen Ermächtigungsnormen für das Bundesministerium der Finanzen (BMF), durch die das BMF ermächtigt wird, im Wege von Rechtsverordnungen bestimmte Tatbestandsmerkmale zu konkretisieren. Diese Ermächtigungsnormen selbst können denknotwendig nicht Gegenstand von vertraglichen Pflichten sein. Die Konkretisierungsmöglichkeit per Rechtsverordnung kann aber Aufschluss über die Bedeutung der restlichen Verhaltensnormen geben.¹⁷ Im Übrigen kann sich ein Konflikt mit den auf Grund dieser Ermächtigungsnormen geschaffenen Normen ergeben, für dessen Behandlung sich möglicherweise abweichende Lösungsmöglichkeiten gebieten.¹⁸

Die kundenspezifischen Verhaltenspflichten im 6. Abschnitt machen damit nur eine geringe Zahl aller Pflichten aus, was aber die praktische Relevanz der Frage nicht schmälert. Diese Begrenzung der Fragestellung ergibt sich aber auch schon aus der Sache selbst. Nur bezüglich solcher Pflichten, die zumindest

¹⁶ Schwark, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, vor §§ 31 ff. WpHG, Rn. 8.

¹⁷ Vgl. unten S. 96.

¹⁸ Dies ist insbesondere bei der Aufklärungspflicht über die bevorzugte Empfehlung haus-eigener Produkte der Fall, vgl. dazu unten S. 159 ff.

theoretisch auch Gegenstand des Auskunft- oder Beratungsvertrags sein könnten, kann sich ein Konflikt zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht ergeben.

2. Begrenzung bezüglich des zivilrechtlichen Teils

Die zivilrechtliche Haftungsfrage kann aus mehreren Blickwinkeln betrachtet werden. Häufig diskutiert wurde die Frage, welche Verhaltensregeln Schutzgesetze im Sinne des § 823 II BGB sein können und damit eine deliktische Haftung auslösen. Auf Grund des hierzu reichhaltig vorhandenen Schrifttums¹⁹ und der inzwischen recht klaren Haltung der Rechtsprechung hierzu²⁰ soll dieser Aspekt nur insoweit Gegenstand der vorliegenden Arbeit sein, als es für die Begründung des haftungsrechtlichen Gesamtgefüges von Bedeutung ist.²¹ Im Mittelpunkt der Arbeit soll vielmehr die Frage stehen, inwieweit die aufsichtsrechtlichen Vorgaben die vertraglichen Pflichten zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorgeben, beeinflussen oder gar begrenzen.

Abgrenzend sei noch erwähnt, dass der Anwendungsbereich der §§ 31 ff. WpHG auch den zivilrechtlichen Teil der Arbeit begrenzt. Es geht also nur um das Verhältnis zu zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten das Wertpapiergeschäft betreffend. Aufklärungspflichten bei anderen Bankgeschäften wie beispielsweise Kreditgeschäften²² bleiben außen vor.

III. Gang der Untersuchung

Nach einer begrifflichen Abgrenzung der Verhaltenspflichten und der Darstellung ihrer Entstehungsgeschichte (vgl. B.), soll zunächst auf die Kompetenz der Europäischen Union zur Angleichung im Bereich des Kapitalmarkt- und Kapitalanlagerechts eingegangen werden (vgl. II.6.). Danach wird ausführlich die rechtssystematische Einordnung (vgl. D.) und das Verhältnis zu den zivilrechtlichen Vertragspflichten erörtert (vgl. E.). Anschließend werden in einer Gegenüberstellung der bisherigen zivilrechtlichen Rechtsprechung und der aufsichtsrechtlichen Pflichten die einzelnen Konfliktfelder herausgearbeitet und einer Lösung zugeführt (vgl. F.). Ein Fazit und eine Zusammenfassung in Thesen schließen die Arbeit ab (vgl. G.).

¹⁹ Statt aller *Balzer/Lang*, BKR 2008, 297; *Buck-Heeb*, AL 2011, 185; *Koller*, in: Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), vor § 31 WpHG, Rn. 7; *Lampe*, Informationspflichten, S. 372 mit zahlreichen weiteren Nachweisen dort in Fn. 1589; *Rüffler*, GES 2010, 113; *Frank A. Schäfer*, WM 2007, 1872. Vgl. auch die weiteren Nachweise unten S. 146 ff.

²⁰ Schutzgesetzzeigenschaft des § 32 II Nr. 1 WpHG verneinend BGHZ 175, 276; ebenso für § 34a WpHG BGHZ 186, 58.

²¹ Vgl. unten S. 148.

²² Vgl. zu Aufklärungspflichten bei Kredit- und anderen Bankgeschäften *Möllers/Leisch*, JZ 2000, 1085 (1086).

B. Begriff und Entstehungsgeschichte der „Wohlverhaltensregeln“

Im Schrifttum wurde die These aufgestellt, es lasse sich in den europarechtlichen Regulierungsansätzen eine Entwicklung von der aufsichtsrechtlichen Regelung hin zu einer Regelung feststellen, die auch das nationale Zivilrecht erfasse.¹ Um diese These auf ihre Stichhaltigkeit zu überprüfen, soll mit einer Betrachtung der Herkunft und der Entwicklungsgeschichte der Verhaltenspflichten begonnen werden. Auch wenn der 6. Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes mit dem schlichten Wort „Verhaltenspflichten“ überschrieben ist, hat sich auf Grund der deutschen Sprachfassungen der europäischen Richtlinien weitgehend der Begriff der Wohlverhaltensregeln durchgesetzt.

I. Begriff der Wohlverhaltensregeln

Die Klärung der begrifflichen Herkunft ist deshalb von Bedeutung, weil sich an ihr der Beginn der Entwicklungsgeschichte ablesen lässt und damit auch ein erstes Indiz, ob europarechtlich ein aufsichtsrechtlicher oder zivilrechtlicher Regelungsansatz beabsichtigt ist.

Der Begriff der Wohlverhaltensregeln ist eine Übersetzung des englischen Begriffs „*rules of conduct*“. In Art. 11 WpDRL ist in der englischen Sprachfassung von eben diesen „*rules of conduct*“ die Rede, die deutsche Sprachfassung spricht von „Wohlverhaltensregeln“. Nicht nur sprachlich sondern auch geschichtlich sind die Wohlverhaltensregeln dem britischen Recht entsprungen.² Im britischen „Financial Service Act“ von 1986³ tauchen in Art. 48 („*conduct of business rules*“) zum ersten Mal verbindliche Wohlverhaltensregeln für Wertpapierunternehmen auf.

Die in Art. 11 WpDRL zum ersten Mal auf europäischer Ebene erscheinenden Regeln ähneln inhaltlich weniger den Regeln des Financial Service Act als vielmehr in besonderem Maße den 1990 von der International Organization of

¹ Mülberr, ZHR 172 (2008), 170 (176 ff.).

² Köndgen, ZBB 1996, 361 (362).

³ Abrufbar unter http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/pdfs/ukpga_19860060_en.pdf (zuletzt aufgerufen am 14. 8. 2012), vgl. zu den Neuerungen im Vergleich zu vorangegangenen Regulierungsversuchen: MacNeil, The Law On Financial Investment, S. 39.

Securities Commissions (IOSCO) erlassenen „*International Conduct of Business Principles*“⁴, woher wohl auch der Begriff in die WpDRL übernommen wurde, was die Übersetzung mit „Wohlverhaltensregeln“ erklären könnte. Die von der IOSCO aufgestellten Grundsätze mögen sich zwar an den zivilrechtlichen Pflichten verschiedener Mitgliedstaaten orientiert haben,⁵ was aber nichts daran ändert, dass die IOSCO keine Institution ist, die verbindliche Rechtsregeln erlassen kann. Die Übernahme einiger der von der IOSCO aufgestellten Regeln in eine Richtlinie der EG zeigt aber, dass sie für die Legislativorgane eine gewisse Prägewirkung entfalten können. Eine zwingende Schlussfolgerung für die später gewählte Regelungstechnik seitens des Richtliniengebers oder gar des nationalen Gesetzgebers lässt sich dem nicht entnehmen.

Ob die Übernahme des Begriffs der Wohlverhaltensregeln aus diesem unverbindlichen Katalog der IOSCO geglückt ist, kann durchaus bezweifelt werden, erinnert das Wort doch eher an „soft-law“. Regeln zum Wohlverhalten erinnern an gutes Benehmen, Verhaltensregeln, die das Zusammenleben erleichtern sollen, rechtlich aber nicht bindend sind. Die meisten Wörterbücher und der deutsche Gesetzgeber übersetzen „rules of conduct“ deshalb auch schlicht mit Verhaltensregeln.⁶ Wann und warum statt dem schlichten Wort „Verhaltensregeln“ das Wort „Wohlverhaltensregeln“ Einzug gehalten hat, lässt sich nicht nachvollziehen. Trefflich wäre die Übersetzung nur, wenn in der englischen Fassung von „rules of good conduct“⁷ die Rede gewesen wäre.

Richtigerweise sprechen *Spindler/Kasten* von „Pflichten zum Wohlverhalten“⁸, denn genau dieser Begriff ordnet die „Regeln“ richtig ein: Es handelt sich um Pflichten, die von den Wertpapierunternehmen zwingend zu befolgen sind und ein Nichteinhalten von der BaFIN sanktioniert werden kann. Dies hat auch der Gesetzgeber erkannt, indem er den 6. Abschnitt des WpHG unter anderem mit „Verhaltenspflichten“ überschrieben hat. Der Begriff der „Wohlverhaltensregeln“ ist eher irreführend und sollte deshalb allenfalls verwendet werden, um die wertpapierhandelsrechtlichen Pflichten von anderen Verhaltenspflichten abzugrenzen.

Im Gegensatz zu diesen echten Verhaltenspflichten wie sie das WpHG vorsieht, stehen Verhaltenskodizes, wie beispielsweise der IOSCO-Kodex für Rating-Agenturen,⁹ der lediglich freiwillige Verhaltensregeln zur Verhinderung

⁴ *Ferrarini*, CMLR 1994, 1283 (1304); *Köndgen*, in: FS Canaris (2007) Bd. II, S. 183 (203); die Regeln sind abrufbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf> (zuletzt aufgerufen am 14. 8. 2012).

⁵ *Köndgen*, in: FS Canaris (2007) Bd. II, S. 183 (203).

⁶ *Turner-Flechtenhar/Calderwood-Schnorr*, PONS-Globalwörterbuch, S. 214; *Romain/Bader/Byrd*, Wörterbuch der Rechts- und Wirtschaftssprache, S. 715 spricht von „Verhaltensmaßregel“.

⁷ „Good conduct“ bedeutet „Wohlverhalten“, vgl. *Romain/Bader/Byrd*, Wörterbuch der Rechts- und Wirtschaftssprache, S. 162.

⁸ *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1797 (1797).

⁹ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

von Interessenkonflikten und zur Sicherung der Qualität vorsieht.¹⁰ Bezüglich dieser „soft law“ Kodizes stellen sich eigene Probleme, die nicht Gegenstand dieser Arbeit sind.

II. Entstehungsgeschichte der Wohlverhaltensregeln

Neben der begrifflichen Herkunft ist für die Frage, ob eine Entwicklung von aufsichtsrechtlichen zu zivilrechtlichen Regulierungsansätzen stattgefunden hat, vor allem die Entstehungs- und Entwicklungsgeschichte der Verhaltenspflichten von Belang.

Die §§ 31 ff. WpHG wurden mit Wirkung zum 1.1.1995 durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz¹¹ (im Folgenden: 2. FMFG) in das WpHG eingefügt. Vorangegangen waren verschiedene Rechtsakte zur europaweiten Vereinheitlichung, die die Wohlverhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG allesamt *europarechtlich determinieren*. Die Geschichte der Wohlverhaltensregeln ist deshalb vor allem eine Geschichte europarechtlicher Rechtsetzung. Nur durch Betrachtung der Herkunft der Wohlverhaltenspflichten ist es möglich, deren (ursprünglich beabsichtigte) Wirkungsweise zu verstehen.

1. Der Weg zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

Die Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechts nimmt ihren Ursprung im Segré-Bericht von 1966 (dazu a). Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen finden sich zum ersten Mal in einer Kommissionsempfehlung von 1977 (dazu b.), bevor schließlich der Vorschlag für eine Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erarbeitet wurde (dazu c.). Im Folgenden soll die Entstehungsgeschichte ab dem Segré-Bericht skizziert werden, um so herauszufinden, welcher Regelungsansatz mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und den späteren Richtlinien verfolgt wurde.

a) Der Segré-Bericht von 1966

Ziel des Berichts über den Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts unter der Leitung von *Prof. Claudio Segré* war es, die Voraussetzungen für Fortschritte in Richtung der Schaffung eines europäischen Kapitalmarkts von unabhängigen Sachverständigen herauszuarbeiten.¹² Dieser Bericht hat freilich keinerlei *rechtliche* Wirkung. Weil er jedoch den Anfang einer Entwicklung hin zu einer höhe-

¹⁰ *Dieckmann*, in: Vertrauen und Kontrolle im Privatrecht, 399 (419).

¹¹ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26. Juli 1994 (BGBl. I S. 1749).

¹² Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, S. 5.

ren Integration der Finanzmärkte darstellt, können aus den dort gewonnenen Erkenntnissen gegebenenfalls Rückschlüsse gezogen werden, welcher Zweck mit den später erlassenen Regelungen verfolgt werden sollte.

Als eine der Voraussetzungen für einen funktionierenden einheitlichen Kapitalmarkt wurde die Angleichung von Publizitätspflichten herausgestellt.¹³ Gemeint war mit den im Bericht erörterten Publizitätspflichten eine Marktpublizität, d. h. die ausreichende Information des Kapitalmarkts über den Emittenten der Wertpapiere. Die Wohlverhaltenspflichten des WpHG enthalten zwar auch Publizitätsvorschriften im weitesten Sinne (Aufklärungs- und Informationspflichten), jedoch keine Publizitätspflichten im Sinne einer Marktpublizität, wie sie die Prospektpflichten und die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-Hoc-Mitteilungen darstellen.

Die Pflichten zur Veröffentlichung bestimmter Informationen in den §§ 31 ff. WpHG (z. B. § 31 d I Nr. 2 WpHG) zwingen den Marktintermediär nur zur Offenlegung gegenüber dem Kunden, der konkret mit dem Intermediär in geschäftlichen Kontakt tritt, nicht jedoch gegenüber allen Marktteilnehmern. Systematisiert man die Informationspflichten nach dem Informationspflichtigen, hatte der Segré-Bericht vor allem den Emittenten im Blick und weniger die Finanzintermediäre, die von den §§ 31 ff. WpHG angesprochen werden.

Im Segré-Bericht kamen kundenbezogene Wohlverhaltenspflichten für Finanzintermediäre, wie sie die §§ 31 ff. WpHG vorsehen, noch nicht zur Sprache, was aber nicht verwundern kann, da das Anliegen des Berichts die Integration der Finanzmärkte war, wofür die Verhaltenspflichten für Finanzintermediäre nur eine sekundäre Rolle spielen. Man kam zwar zu dem Ergebnis, dass die Information des Publikums Voraussetzung für das Funktionieren eines einheitlichen Kapitalmarkts ist. Publikumsinformation sollte aber durch den Emittenten für das allgemeine Anlegerpublikum sichergestellt werden und nicht durch die Finanzintermediäre. Für die hier zu diskutierenden Wohlverhaltenspflichten lässt sich aus dem Segré-Bericht deshalb keine zwingende Erkenntnis herleiten. Allgemein wurde jedoch schon damals der Konflikt aufsichtsrechtlicher Kontrolle versus zivilrechtlicher Haftung erkannt. Die Sachverständigengruppe ging davon aus, dass nur durch eine externe Kontrolle durch Verwaltungsbehörden eine wirksame Kontrolle der Einhaltung der Publizitätsvorschriften sichergestellt werden kann.¹⁴

b) Kommissionsempfehlung vom 25. 7. 1977

Zum ersten Mal in Sachen kundenbezogenen Wohlverhaltenspflichten aktiv wurde die europäische Kommission in einer Empfehlung vom 25. 7. 1977. Empfeh-

¹³ Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, S. 31.

¹⁴ Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, S. 252.

Sachverzeichnis

- Abgrenzungstheorien 72 ff.
- Anlageberatung 153 ff., 199 ff.
- Anlegerpublikum 87, 148
- Anlegerschutz 44 ff., 87 ff., 148
 - individueller 89 ff.
- Arbeitnehmerschutz 126
- Aufklärungslösung 160, 177 ff.
- Auskunftsvertrag 102 ff., 128 ff., 145, 174
 - konkludenter 102 ff.
- Auslegung 81 ff., 108 ff.
 - gesetzeskonforme 141
 - historische 82 ff.
 - natürliche 122
 - Rechtsfolgenanordnung 82
 - teleologische 86 ff.
 - gespaltene 139 ff.
- Ausstrahlungswirkung 3, 98 ff., 113 ff.
 - einseitige 117 ff.
 - faktische 115 ff.
 - negative 123 ff.
 - positive 117 ff.
- BaFin 64 ff., 91, 96
 - Befugnisse 81
- Bankvertrag, allgemeiner 101 ff.
- Beratungsvertrag 102 ff., 125 ff., 134 ff.
 - Wirksamkeit 157
- Bond-Entscheidung 1, 16, 110
- Bonität 197 ff.
- Business Judgement Rule 100
- CESR 17, 193
- Churning 150, 189
- Culpa In Contrahendo 112 ff.
- Depotprüfung 13, 95
- Direktbanken 126
- Dispositionslast 132
- Dokumentationspflicht 132, 199 ff.
- Doppelnorm 3, 70 ff., 116
- Durchführungsrichtlinie 17, 57 ff., 124, 182
- Durchführungsverordnung 17, 20 ff.
- Effet Utile 39, 126, 203
- Einzelermächtigung, begrenzte 30, 36
- Empfängerhorizont, objektiver 110, 142 ff., 161, 176, 196
- Entstehungsgeschichte 7 ff., 90
- Erklärungshandlung 104 ff., 142
- Ermächtigungsgrundlage 53
- Ermächtigungsnormen 5
- Erwägungsgründe 37 ff., 52, 87, 124, 175, 193, 202
- Exekution-Only-Geschäft 126 ff., 144 ff.
- Explorationspflicht 21, 81, 156, 158
- Financial Service Act 7
- Finanzanalysen 5
- Finanzmarktförderungsgesetz, drittes 14 ff.
- Finanzmarktförderungsgesetz, viertes 15 ff.
- Finanzmarktförderungsgesetz, zweites 12 ff.
- Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz 18, 85, 174
- Finanzprodukte, hauseigene 24, 159 ff.
- Fremdinteressenwahrung 107 ff., 131, 156, 167, 177, 192
- Funktionsschutz 45, 89
- Gefälligkeitsverhältnis 106 ff.
- Gegenstandsbereich 39 ff., 63, 83, 117, 203
- Genussrechtsvereinbarung 100
- Geschäftsbesorgungsvertrag 107 ff., 135, 167
- Gesetzgebungskompetenz 30, 65, 71, 83
- Gesetzgebungsmaterialien 84, 194
- Gewinnmargen 182 ff.
 - einstrukturierte 186
- Großer Senat 68 ff.
- Grundfreiheiten 33, 133 ff., 205
- Grundrechte 99

- Haftung, deliktische 99ff., 146ff.
 Handelssysteme, multilaterale 4, 174
 Harmonisierung, optionelle 51
 Harmonisierungsintensität 28ff. 48ff.,
 61ff.
 Herkunftslandaufsicht 37ff., 86, 203
 Indexzertifikate 137
- Informationsblatt 23ff.
 Informationsvorsprung 130
 Innenprovisionen 164ff.
 Institutionsschutz 99
 Interessenkonflikte 4, 13, 167ff., 184ff.
 Interessentheorie 74ff.
 Interessenwahrungspflicht 75, 148, 156ff.
 IOSCO 8
 Ius Cogens 125ff.
- Kapitalmarkt, Funktionsfähigkeit 75,
 87ff., 135, 148, 204
 Kick-Backs 164ff.
 Kompetenzgrundlage 29ff., 85ff.
 Konfliktfelder 152ff.
 Konkretisierung 100, 120
 Kundenkategorien 18, 89ff.
- Lamfalussy-Verfahren 17ff., 57ff., 194
 Lehmann-Brothers-Entscheidung 1, 66,
 137, 183ff.
- Marktintermediär 10, 42, 61, 88ff.
 Marktwert, negativer 111, 183ff.
 MiFID 2, 16ff., 61ff.
 MiFID II 26, 61ff. 182
 Mindestharmonisierung 49ff.
 Mindeststandards 51, 98, 114
- Nebenpflichten 109ff.
 Niederlassungsfreiheit 32ff.
 Normenhierarchie 59, 99
- Obergrenze 98, 123ff.
 Öffentliches Recht 3, 43ff., 63ff., 96
 Organisationspflichten 4ff., 70ff., 88
- Parteivereinbarung 125ff., 182, 207
 Preisabschlag 189ff.
 Privatautonomie 115ff., 128, 144
 Privatrecht 63ff., 99ff., 117ff.
 Produkte, hauseigene 159ff.
 Prozessrisiko 138
 Prudential Rules 4ff., 70ff., 88
- Rating-Agenturen 8, 197
 Rechtsbindungswille 104ff.
 Rechtsfortbildung 68, 115, 120ff., 205
 Richtlinienziele 84, 131ff., 205
 Rückvergütungen 66, 111, 129, 164ff.
 Rules Of Conduct 7, 63ff., 146ff., 202
- Schuldverhältnis, vorvertragliches 112ff.
 Schutzgesetz 24ff., 71, 89, 146ff., 205
 Segré-Bericht 9ff.
 Soft-Law 8
 Sperrwirkung 48ff., 98, 153ff., 175, 205
 Subjekttheorie, modifizierte 78ff., 203
 Subordinationstheorie 76ff.
 Subsidiaritätsprinzip 31, 54
- Termingeschäfte 137
 Treu und Glauben 105, 113, 118, 129, 141
- Verbotslösung 160ff., 177ff.
 Verbraucherschutz 32, 45ff., 127
 Verhältnismäßigkeitsgrundsatz 31
 Verjährung 14ff., 93ff.
 Verkehrssitte 118ff.
 Vermutung, aufklärungsrichtiges
 Verhalten 138
 Vertrag von Nizza 29
 Vertragsbeziehung 5, 16, 98ff.
 Vertriebsprovisionen 106, 166ff.
 Verwaltungsvorschriften, norminterpre-
 tierende 96ff.
 Vollharmonisierung 49ff., 123
 Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung 150
- Wechselwirkung 98ff., 146, 178, 189
 Werthaltigkeit 169ff.
 Wertpapierdienstleistung 9ff., 153ff.
 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 11ff.,
 55ff., 202
 Willenserklärung 103, 140
 Wirtschaftsrecht 85ff.
 Wissenserklärung 106
 Wohlverhaltenspflichten 7, 63ff., 146ff.,
 202
 – kundenspezifische 3ff.
 WpDVerOV 24, 161ff., 206
- Zielverbindlichkeit 41ff.
 Zivilgesetzbuch, europäisches 40, 132ff.
 Zivilrecht, strengeres 124ff.
 Zuwendungen 4, 81, 142, 179ff.
 Zwei-Stufen-Modell 181
 Zwingendes Recht 125ff.