

MARCUS P. LERCH

Anlageberater als Finanzintermediäre

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
23*

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



Marcus P. Lerch

Anlageberater als Finanzintermediäre

Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen von
Finanzdienstleistern in Beratungskonstellationen

Mohr Siebeck

Marcus P. Lerch, geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School (Hamburg) und an der Columbia University (New York), LL.B. 2010; 2011–2014 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Alfried Krupp-Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht und am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht an der Bucerius Law School; 2015 Promotion; seit 2014 Referendariat beim Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.

Gedruckt mit Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung

ISBN 978-3-16-154017-2 / eISBN 978-3-16-158823-5 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2015 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

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

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

In Dankbarkeit
meiner Familie
gewidmet

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Bucerius Law School im Frühjahrstrimester 2015 als Dissertation angenommen und ist auf dem Stand von Juli 2014. Später veröffentlichte Entscheidungen und Literatur jüngerer Datums konnten noch vereinzelt in den Fußnoten berücksichtigt werden. Das Promotionsverfahren wurde mit der mündlichen Prüfung am 17. Februar 2015 abgeschlossen.

Ich bin in der glücklichen Situation, dass ich an dieser Stelle mehreren Personen für die Unterstützung bei meinem Promotionsvorhaben danken darf. Zuvörderst zu nennen ist mein verehrter Doktorvater Prof. Dr. Rüdiger Veil. Das nicht nur wegen der herausragenden Betreuung während der Entstehung dieser Dissertation, sondern auch im Hinblick auf die in vielerlei Hinsicht lehrreiche, bereichernde und schöne Zeit an seinem Lehrstuhl und Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht. Stellvertretend für das liebe Team danke ich meinem langjährigen Bürokollegen Herrn Philipp Koch – die vielen guten Gespräche und Diskussionen waren mir eine große Freude.

Prof. Dr. Matthias Jacobs danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Für den Gedankenaustausch über die ökonomischen Teile der Dissertation, besonders betreffend das Derivategeschäft, bin ich Herrn Marc Laubenheimer zu Dank verpflichtet.

Wertvolle Anregungen während der Entstehung dieser Arbeit habe ich von Frau Dr. Franziska Eisermann und Frau Dr. Janina Keßler erhalten und danke ihnen dafür sehr herzlich. Neben Frau Dr. Eisermann haben die mühsame Durchsicht (von Teilen) des fertigen Manuskripts Frau Dr. Clara Lienicke, Frau Walburga Lerch, Frau Kerstin Stiehler und Herr Jörg Ahrenstedt übernommen. Ich bin ihnen allen sehr dankbar.

Der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung danke ich für die großzügige Förderung der Veröffentlichung dieser Dissertation.

Im Laufe dieses Jahres soll die Dissertation mit dem Förderpreis der Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland ausgezeichnet werden.

Meine Familie – insbesondere meine Eltern und Großeltern – hat mich auf meinem bisherigen Weg auf jede nur denkbare Weise unterstützt. Ihr ist diese Arbeit in Dankbarkeit gewidmet.

Hamburg, im August 2015

Marcus P. Lerch

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXXI
Einführung	1
§ 1 Einleitung	1
1. Kapitel: Grundlagen	7
§ 2 Begrifflichkeiten	7
§ 3 Anlageberater als Finanzintermediäre und ihre Kunden	15
§ 4 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 1	104
2. Kapitel: Entwicklung zum gegenwärtigen Stand der Rechtsprechung und dessen Legitimationsgrundlage	106
§ 5 Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen anlageberatender Finanzintermediäre nach Konzeption der Rechtsprechung	107
§ 6 Rechtliche Legitimation der Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen nach Konzeption der Rechtsprechung	245
§ 7 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 2	305
3. Kapitel: Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen im Dualismus aufsichtsrechtlicher Regulierung und privatrechtlicher Vereinbarung	306
§ 8 Überlegungen zur ökonomischen Notwendigkeit von Aufklärungs- pflichten über monetäre Eigeninteressen	307
§ 9 Rechtliche Anknüpfungspunkte für situationsübergreifende, interessen- konfliktbedingte und vergütungsbezogene Aufklärungspflichten	320
§ 10 Aufklärungspflichten und ihre Durchsetzung bei Beratungsverträgen.	328
§ 11 Aufklärungspflichten und ihre Durchsetzung bei absatzbegleitender Beratung	366

§ 12 Das Verhältnis der Beratungsmodelle und der aus ihnen folgenden Pflichten zueinander	442
§ 13 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 3	445
4. Kapitel: Fazit.	446
§ 14 Konsequenzen der Untersuchungsergebnisse.	446
§ 15 Ausblick	453
§ 16 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesenform	457
Schaubild 1.	487
Schaubild 2.	488
Literaturverzeichnis	489
Entscheidungsverzeichnis	523
Sachverzeichnis	531

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXI
Einführung	1
§ 1 Einleitung	1
A. Problemaufriss	1
B. Gang der Untersuchung	5
1. Kapitel: Grundlagen	7
§ 2 Begrifflichkeiten	7
A. Anleger als Kunden der beratenden Finanzintermediäre	7
B. Kapitalanlagen, Investments und Finanzprodukte	8
C. Aufklärung, Information und Beratung	8
I. Aufklärung und Information	8
II. Aufklärung und Beratung	10
D. Beratung und Vermittlung	11
E. Finanzdienstleister und Finanzdienstleistungen	12
F. (Innen-)Provisionen, „Kick-Backs“ und Margen	13
I. Margen	13
II. Provisionen	13
§ 3 Anlageberater als Finanzintermediäre und ihre Kunden	15
A. Die Notwendigkeit von Finanzintermediation	16
I. Bedeutung und Funktionen des Finanzmarkts	16
II. Intermediation als Strukturbestandteil des Finanzmarkts	17
1. Vermittlung von Finanzgeschäften	17
2. Spezielle Transformationsleistungen	18
3. Informationstransformation	18
B. Die Rolle der Banken	20
I. Aufgaben der Banken im Finanzmarkt	20

II.	Informationsasymmetrien als Erklärung der Bankenexistenz	21
	1. Informationskosten als Teil der Transaktionskosten	21
	2. Informationsasymmetrien	21
	3. Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung	23
III.	Vermittlungstätigkeiten, insbesondere Anlageberatung	23
	1. Vermittlung, Marktzutritt und „Effektengeschäfte“ im weiten Sinne	23
	2. Anlageberatung	26
IV.	Eigengeschäfte und Eigenhandel	27
	1. Handeln auf eigene Rechnung und eigenes Risiko	27
	2. Verknüpfung mit Anlageberatung	29
V.	Verdienstmöglichkeiten der Banken	29
	1. Begrenzte Relevanz der Verdienstmöglichkeiten im „klassischen Bankgeschäft“	29
	2. Verdienstmöglichkeiten bei regelmäßig beratungs- relevanten Geschäften	31
	a) Provisionen	31
	aa) Agios, Platzierungsprovisionen und volumen- abhängige Einmalzahlungen	32
	bb) Zuführungsprovisionen	33
	cc) Bestandspflegeprovisionen und sonstige laufende Provisionen	34
	dd) Rabatte als Provisionen?	34
	ee) Soft Commissions	35
	b) Honorare	35
	c) Handelsmargen und „anfängliche negative Marktwerte“	36
	aa) „Reguläre“ Margen	36
	bb) Besondere Marge in Form eines anfänglichen negativen Marktwerts?	37
	(1) Anfängliche Marktwerte als Ausdrucksform von Margen	37
	(2) Besonderheiten im Vergleich zu „herkömmlichen Margen“?	38
	(a) Zur Relevanz von hedge-Geschäften der Bank	39
	(b) Das Erfordernis eines anfänglichen Marktwerts von „null“?	40
	(c) Überwiegende Verlustwahrscheinlichkeit aufgrund eines negativen Marktwerts?	42
	(d) Zwischenergebnis	43
	d) „Wettgewinne“?	44
	aa) Aleatorische Wertpapiergeschäfte, Termingeschäfte und Finanzderivate	44
	(1) Allgemeines zum Glücksspiel	44

	(2) Zertifikate	46
	(a) Allgemein zur rechtlichen Qualifikation	46
	(b) Zertifikate als Wetten	47
	(c) Zertifikate als Spiele	48
	(3) Zinsswaps	52
	(4) Zinswährungsswaps	54
	(5) Kreditderivate, insbesondere Credit Default Swaps (CDS)	55
	(6) Optionen und Optionsscheine	57
	bb) Margenrealisierung für die Bereitstellung von Marktzugang	57
	cc) Zwischenfazit	58
	3. Sonstige, potentiell im Beratungszusammenhang stehende Dienstleistungen	60
	a) Depotgebühren	61
	b) Kontoführungsgebühren	61
VI.	Zusammenfassung	61
C.	Die Rolle der freien Finanzvermittler und -berater	63
I.	„Freie“ Anlagevermittlung und -beratung	63
	1. Aufgaben und Tätigkeiten	63
	2. Verdienstmöglichkeiten	65
II.	Bindungen der „freien“ Anlagevermittler und -berater	66
D.	Anleger, Kunden und Verbraucher	67
I.	Die Rolle der Anleger	69
II.	Das Anleger- bzw. Kundenleitbild	69
	1. Das Leitbild vom verständigen bzw. vernünftigen Anleger	69
	2. Das Leitbild vom durchschnittlichen Anleger	70
	3. Das Leitbild vom Verbraucher-Anleger	71
	a) Der Anleger als Verbraucher	71
	b) Verbraucherleitbild	73
III.	Vorgaben des Schutzmodells für die Leitbildkonturierung?	74
	1. Nationale Rechtsprechung	74
	2. Europarechtliche Einflüsse auf das Anleger- und Verbraucherleitbild	75
	3. Der Kundenbegriff im WpHG	78
	4. Zwischenfazit	79
IV.	Friktionen mit der behavioral finance-Forschung?	80
	1. Das bisherige Modell	80
	2. Eingeschränkte Rationalität	81
	3. Verhaltensanomalien	82
	a) Rahmungseffekt („framing“)	83
	b) Selbstüberschätzung („overconfidence“)	83
	c) Wahrscheinlichkeitsanomalie, Repräsentativitäts- und Verfügbarkeitsheuristiken	84

	d) Rückschaufehler („hindsight bias“)	85
	e) Ankereffekt („anchoring“)	85
	f) Komplexe Risikobeurteilung und Herdenverhalten	86
	g) Information overload	86
	h) Zwischenfazit	87
	4. Berücksichtigung im Rahmen des schutzkonzept- immanenten Kundenleitbilds?	88
	a) Auswirkungen auf das Kundenleitbild?	88
	b) Relevanz für die Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe?	89
	c) Behavioral finance im Informationsmodell?	90
	5. Zwischenergebnis	92
V.	Zwischenfazit und Folgen für die weitere Bearbeitung	94
	1. „Minderstrationalität“ als Untergrenze des Schutzmodells	94
	2. Irrelevanz der Verbrauchereigenschaft eines beratenen Anlegers	95
	3. Rationalitätsannahme trotz behavioral finance- Forschung	95
	4. Eigenverantwortung des Anlegers ist dem Schutzmodell immanent	98
E.	Risiken für Kunden (beratender) Finanzintermediäre	99
I.	Allgemeine Risiken bei der Kapitalanlage	99
II.	Risiken durch Finanzintermediation	100
	1. Allgemeine Kundenrisiken bei der Finanzintermediation	100
	2. Spezielle Kundenrisiken bei der Finanzintermediation durch Beratung	101
	a) Informationsrisiken	101
	b) Interessenkonflikte	102
	aa) Interessenkonflikte aufgrund Drittinteressen	102
	bb) Interessenkonflikte aufgrund Eigeninteressen	104
	(1) Eigeninteressen jenseits unmittelbarer Vergütungsinteressen	104
	(2) Eigeninteressen aufgrund unmittelbarer Vergütungsinteressen	105
	c) Informationsasymmetrien	106
	3. Bewertung der Risiken bei der beratungsbasierten Finanzintermediation	108
F.	Fazit	109
	§ 4 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 1	110

2. Kapitel: Entwicklung zum gegenwärtigen Stand
der Rechtsprechung und dessen Legitimationsgrundlage 113

§ 5 Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen anlageberatender
Finanzintermediäre nach Konzeption der Rechtsprechung 114

A. Aufklärung über monetäre Eigeninteressen in der Rechtsprechung
des BGH 115

I. BGH, Urt. v. 19.12.2000, Az.: XI ZR 349/99
(Kick-Back-I) 115

1. Sachverhalt 115

2. Entscheidung 115

3. Einordnung 116

II. BGH, Urt. v. 14.3.2003, Az.: V ZR 308/02 117

1. Sachverhalt 117

2. Entscheidung 117

3. Einordnung 118

III. BGH, Urt. v. 12.2.2004, Az.: III ZR 359/02
(Innenprovisionen-I) 118

1. Sachverhalt 118

2. Entscheidung 119

3. Einordnung 120

IV. BGH, Urt. v. 1.3.2004, Az.: II ZR 88/02 121

1. Sachverhalt 121

2. Entscheidung 121

3. Einordnung 121

V. BGH, Urt. v. 28.7.2005, Az.: III ZR 290/04
(Innenprovisionen-II) 122

1. Sachverhalt 122

2. Entscheidung 122

3. Einordnung 123

VI. BGH, Urt. v. 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05 (Kick-Back-II) 123

1. Sachverhalt 123

2. Entscheidung 124

3. Einordnung 124

VII. BGH, Urt. v. 22.3.2007, Az.: III ZR 218/06
(Innenprovisionen-III) 125

1. Sachverhalt 125

2. Entscheidung 126

3. Einordnung 126

VIII. BGH, Urt. v. 25.9.2007, Az.: XI ZR 320/06
(Innenprovisionen-IV) 127

1. Sachverhalt 127

2. Entscheidung 127

3. Einordnung 127

IX.	BGH, Beschl. v. 20.1.2009, Az.: XI ZR 510/07 (Kick-Back-III)	128
	1. Sachverhalt	128
	2. Entscheidung	128
	3. Einordnung	129
X.	BGH, Urte. v. 12.5.2009, Az.: XI ZR 586/07 (Kick-Back-IV) . .	130
	1. Sachverhalt	130
	2. Entscheidung	130
	3. Einordnung	131
XI.	BGH, Urte. v. 27.10.2009, Az.: XI ZR 338/08 (Kick-Back-V) . .	131
	1. Sachverhalt	131
	2. Entscheidung	131
	3. Einordnung	132
XII.	BGH, Urte. v. 15.4.2010, Az.: III ZR 196/09 (Freier Anlageberater-I)	133
	1. Sachverhalt	133
	2. Entscheidung	133
	3. Einordnung	134
XIII.	BGH, Beschl. v. 29.6.2010, Az.: XI ZR 308/09 (Kick-Back-VI)	135
	1. Sachverhalt	135
	2. Entscheidung	135
	3. Einordnung	135
XIV.	BGH, Beschl. v. 16.12.2010, Az.: III ZR 127/10 (Freier Anlageberater-II)	136
	1. Sachverhalt	136
	2. Entscheidung	136
	3. Einordnung	136
XV.	BGH, Urte. v. 3.3.2011, Az.: III ZR 170/10 (Freier Anlageberater-III)	136
	1. Sachverhalt	136
	2. Entscheidung	137
	3. Einordnung	138
XVI.	BGH, Beschl. v. 9.3.2011, Az.: XI ZR 191/10 (Kick-Back-VII)	138
	1. Sachverhalt	138
	2. Entscheidung	139
	3. Einordnung	141
XVII.	BGH, Urte. v. 22.3.2011, Az.: XI ZR 33/10 (Swap-Urteil)	141
	1. Sachverhalt	141
	2. Entscheidung	142
	3. Einordnung	143
XVIII.	BGH, Urte. v. 5.5.2011, Az.: III ZR 84/10 (Freier Anlageberater-IV)	145
	1. Sachverhalt	145
	2. Entscheidung	145

XIX.	BGH, Beschl. v. 19.7.2011, Az.: XI ZR 191/10 (Kick-Back-VIII)	145
XX.	BGH, Beschl. v. 24.8.2011, Az.: XI ZR 191/10 (Kick-Back-IX) 1. Sachverhalt und Entscheidung 2. Einordnung	146 146 147
XXI.	BGH, Urtr. v. 20.9.2011, Az.: II ZR 277/09 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	147 147 148 148
XXII.	BGH, Urtr. v. 20.9.2011, Az.: II ZR 4/10 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	149 149 149 149
XXIII.	BGH, Urtr. v. 27.9.2011, Az.: XI ZR 182/10 (Lehman-I) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	150 150 150 152
XXIV.	BGH, Urtr. v. 27.9.2011, Az.: XI ZR 178/10 (Lehman-II)	155
XXV.	BGH, Urtr. v. 10.11.2011, Az.: III ZR 245/10 (Freier Anlageberater-V) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung	155 155 156
XXVI.	BGH, Urtr. v. 19.1.2012, Az.: III ZR 48/11 (Freier Anlageberater-VI) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	156 156 156 157
XXVII.	BGH, Urtr. v. 8.5.2012, Az.: XI ZR 262/10 (Kick-Back-X) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	157 157 157 158
XXVIII.	BGH, Urtr. v. 26.6.2012, Az.: XI ZR 316/11 (Lehman-III) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	158 158 158 160
XXIX.	BGH, Urtr. v. 26.6.2012, Az.: XI ZR 259/11 (Lehman-IV)	162
XXX.	BGH, Urtr. v. 26.6.2012, Az.: XI ZR 355/11 (Lehman-V) 1. Sachverhalt und Entscheidung 2. Einordnung	162 162 163
XXXI.	BGH, Urtr. v. 26.6.2012, Az.: XI ZR 356/11 (Lehman-VI)	164
XXXII.	BGH, Urtr. v. 19.7.2012, Az.: III ZR 308/11 (Freier Anlageberater-VII) 1. Sachverhalt 2. Entscheidung 3. Einordnung	164 164 164 165

XXXIII.	BGH, Urt. v. 11.9.2012, Az.: XI ZR 363/10 (Kick-Back-XI) . . .	166
	1. Sachverhalt	166
	2. Entscheidung	166
	3. Einordnung	167
XXXIV.	BGH, Urt. v. 16.10.2012, Az.: XI ZR 367/11 (Lehman-VII) . . .	167
	1. Sachverhalt	167
	2. Entscheidung	167
	3. Einordnung	168
XXXV.	BGH, Urt. v. 16.10.2012, Az.: XI ZR 368/11 (Lehman-VIII) . . .	169
XXXVI.	BGH, Urt. v. 6.12.2012, Az.: III ZR 307/11 (Freier Anlageberater-VIII)	169
	1. Sachverhalt	169
	2. Entscheidung	169
XXXVII.	BGH, Urt. v. 18.4.2013, Az.: III ZR 225/12 (Freier Anlageberater-IX)	170
	1. Sachverhalt	170
	2. Entscheidung	170
XXXVIII.	BGH, Urt. v. 17.9.2013, Az.: XI ZR 332/12 (Lehman-IX)	170
	1. Sachverhalt	170
	2. Entscheidung	171
	3. Einordnung	171
XXXIX.	BGH, Urt. v. 24.9.2013, Az.: XI ZR 204/12 (Kick-Back-XII) . . .	172
	1. Sachverhalt	172
	2. Entscheidung	173
	3. Einordnung	174
XL.	BGH, Urt. v. 3.6.2014, Az.: XI ZR 147/12 (Innenprovisionen-V)	175
	1. Sachverhalt	175
	2. Entscheidung	175
	3. Einordnung	176
B.	Differenzierungsmöglichkeiten zur Systematisierung der Rechtsprechung	178
I.	Telos der Aufklärungspflicht	178
	1. Schutz vor Interessenkollisionen	178
	a) Interessenkollisionen beruhend auf dem Umsatzinteresse	179
	b) Besonders schwerwiegende Interessenkollisionen	180
	aa) Qualifizierung durch Täuschung	181
	bb) Qualifizierung durch Einstrukturierung eigener Gewinninteressen	184
	(1) Die Ratio des Swap-Urteils	184
	(2) Übertragbarkeit des Swap-Urteils auf andere komplexe Produkte?	188
	(3) Übertragbarkeit des Swap-Urteils auf andere spekulative Produkte?	189

	cc) Qualifizierung durch zusätzliche verdeckte Umsatzinteressen	190
	c) Weitere, „interessenkonfliktnahe“ Argumentationsstränge	192
	aa) Gefährdungssituation	192
	bb) Vertrauen und Neutralität	192
	cc) Schmiergeldähnlichkeit, Anruchigkeit und Treuebruch	194
	dd) Berücksichtigung von Drittinteressen	195
	d) Zwischenergebnis	196
	2. Schutz vor Falschangaben	197
	3. Täuschung über Herausgabepflicht der Vergütung	197
	4. Werthaltigkeitsschutz	198
	5. Herbeiführung von Markttransparenz	199
	6. Aufklärungspflicht aufgrund „kapitalanlagerechtlichen Transparenzgebots“	201
	7. Tauglichkeit der Telosargumentation zur Differenzierung	202
	a) Zur Werthaltigkeitsargumentation	202
	b) Zur Interessenkonfliktargumentation	203
	aa) „Allgemeiner“ Interessenkonflikt als Auslöser	203
	bb) Täuschung über die Neutralität	204
	cc) Einstrukturierung nicht erkennbarer eigener Gewinninteressen	207
	dd) Zusätzliche Umsatzinteressen	210
	ee) Aufsichtsrechtlich geprägtes, kapitalanlage-rechtliches Transparenzgebot	210
	8. Zwischenergebnis	211
II.	Offensichtlichkeit	212
	1. Ergänzung der teleologischen Argumentation	212
	2. Tauglichkeit des Offensichtlichkeitskriteriums zur Differenzierung	216
III.	Innenprovisionen, Rückvergütungen und Margen	217
	1. Die Differenzierung von Innenprovisionen und Rückvergütungen	218
	a) Rückvergütungen	219
	aa) Die Entwicklung der Definition	219
	bb) Die einzelnen „Tatbestandsmerkmale“	219
	(1) Quelle (nicht aus dem Anlagevermögen; regelmäßig umsatzabhängig)	219
	(2) Zahlungsweg („Rückfluss“)	222
	(3) Bank als Empfängerin	223
	(4) Zahlung „hinter dem Rücken des Anlegers“ / Drei-Personen-Verhältnis	224

	(5) Nicht erkennbares „besonderes Interesse“ der Bank	226
	(6) Zwischenergebnis	226
	b) Innenprovisionen	227
	aa) Innenprovisionen nach Auffassung des XI. Zivilsenats	227
	bb) Abweichende Auffassungen	228
	c) Rechtsprechungsänderung des XI. Zivilsenats?	230
	d) Zu Aufklärungsmodalitäten bei Rückvergütungen und Innenprovisionen	233
	2. Margen	236
	3. Sonstige Vertriebsprovisionen	236
	4. Tauglichkeit der Differenzierung zur rechtssicheren Kategorisierung	236
IV.	Art des Produkts	238
V.	Rechtsgrundlage der Aufklärungspflicht	239
VI.	Anzahl der beteiligten Personen	240
VII.	Bindungen des Finanzintermediärs	241
	1. Die unterschiedlichen Bindungen und ihre Unterscheidungskraft	241
	2. Die Sinnhaftigkeit der Differenzierung	242
	a) Dauernde Geschäftsbeziehung	242
	b) Zu erwartende Quersubventionierung / entgeltliche Geschäftsbesorgung	243
	c) Typisierende Betrachtung durch den III. Zivilsenat	246
	d) Der Umgang mit „outgesourcter“ Bankberatung als Kristallisationspunkt	248
	e) Zwischenergebnis	251
VIII.	Art der Aufklärung	251
IX.	Zusammenfassung	252
	1. Taugliche Differenzierungskriterien zur Darstellung der Rechtsprechung	252
	2. Gegenwärtiges Rechtsprechungskonzept im Überblick	252
C.	Fazit: Uneinheitliches und nicht kohärentes System	254

§ 6 Rechtliche Legitimation der Aufklärungspflichten über monetäre

	<i>Eigeninteressen nach Konzeption der Rechtsprechung</i>	256
A.	Aufklärungspflichten aus Beratungsvertrag	256
I.	Der Beratungsvertrag als dogmatischer Schlüssel	256
	1. Anerkannte Fälle von selbständigen Beratungsverträgen	256
	a) Steuerberater	256
	b) Rechtsanwälte	257
	c) Die Unterscheidbarkeit der angeführten Berater von Finanzberatern	257

2. Übernahme von Beratungspflichten als Hilfskonstruktion im Schuldrecht	258
3. Beratungskonstellationen ohne selbständige Beratungspflichten	259
4. Der selbständige Beratungsvertrag im Finanzberatungsrecht („Bond“-Urteil)	262
a) Der Beratungsvertrag in seiner Konturierung durch das Bond-Urteil	263
aa) Zustandekommen eines Anlageberatungsvertrags	263
(1) Sachverhalt aus BGH (Bond), Urt. v. 6.7.1993, Az.: XI ZR 12/93	263
(2) Ausführungen zum Vertragsschluss	263
bb) Pflichten aus dem Anlageberatungsvertrag	266
b) Rechtsnatur und normative Anknüpfung	267
c) Vergütungsbezogene Aufklärungspflichten im „Bond-System“	269
aa) Anlegergerechte Beratung und vergütungsbezogene Aufklärungspflichten	270
bb) Objektgerechte Beratung und vergütungsbezogene Aufklärungspflichten	270
(1) Allgemeine Risiken	270
(2) Spezielle Risiken	271
(a) Uneindeutige Positionierung der Rechtsprechung	271
(b) Uneinigkeit in der Literatur	272
(c) Erforderliche Differenzierung	272
cc) Zwischenergebnis	274
d) Der Anlageberatungsvertrag: legitime „Konstruktion“ oder Fiktion?	274
aa) Das Erfordernis eines beidseitigen Rechtsbindungswillens	274
(1) Die Interessenlagen der Beratungsparteien	275
(a) Interessen des Kunden	276
(b) Interessen des beratenden Finanz- intermediärs	278
(c) Zwischenergebnis	280
(2) Rechtsprechungskriterien zur Annahme eines Anlageberatungsvertrags	281
(a) Beratung hinsichtlich einer konkreten Anlageentscheidung	281
(b) Fachkenntnis des Beratenden	282
(c) Eigenes wirtschaftliches Interesse des Beratenden	282
(d) Grundlage wesentlicher Entschlüsse („erhebliche Bedeutung“)	283

	(e) Kumulation der Kriterien bzw. Verwertung bei der Auslegung	284
	(f) Zwischenergebnis	285
	bb) Zur Relevanz von § 675 Abs. 2 BGB	286
	cc) Zwischenergebnis	287
	e) Der Beratungsvertrag als Reaktion auf Besonderheiten der Finanzberatung?	288
II.	Die Vermeidung vertragswidriger Interessenkonflikte	291
	1. Herkunft und Begründung der Pflicht durch den BGH	291
	2. Die partielle Systembedingtheit der relevanten Interessen- konflikte	292
	3. Relevanz einer dogmatisch alternativen Begründung	293
III.	Dogmatische Schwierigkeiten und Wertungswidersprüche	293
	1. Vermischte Pflichtenkreise	294
	2. Gewinnerzielungsinteresse im „Zwei-Personen- Verhältnis“	294
	3. „Hauseigene Produkte“ und Konzernkonstellationen	295
	a) Die Beschränkung des Anlageprogramms auf „hauseigene Produkte“	295
	b) Der Umgang mit Konzernkonstellationen	297
	4. Differenzierung freier und bankgebundener Berater	298
	5. Vertypisierter, objektiver Maßstab vs. Einzelfall- betrachtung	299
	6. Aufklärung, offenkundige Eigeninteressen und der Pflichtverletzungsvorwurf	300
	a) Aufklärung bei reduzierter Werthaltigkeit des Investments	300
	b) Beseitigung der Vertragswidrigkeit durch Aufklärung / Offenkundigkeit	301
	7. Der Pflichtenumfang in Abhängigkeit sonstiger Verträge	303
	a) Grundsatz der getrennten Behandlung von verschiedenen Verträgen	303
	b) Erforderliche Margenaufklärung bei selbständigen Beratungsverträgen	303
	c) Korrekturbedürftigkeit dieses Ergebnisses?	305
	aa) Die Position der Rechtsprechung	306
	bb) Erklärungsansätze zur Interdependenz der Verträge in der Literatur	307
	(1) Der Vergleich mit dem „normalen“ Verkäufer	307
	(2) „Anbahnungscharakter“ der Beratung	309
	(3) Die Gegenleistung des Anlegers als Maß zur Pflichtenkonturierung	309
	(4) Verknüpfung über Kausalitätsgesichtspunkte	310
	(5) Offenkundigkeitsgesichtspunkte	310
	(6) Zwischenergebnis	311

8. Haftung trotz Abschluss des Investments bei Drittanbietern?	311
9. Die Berücksichtigung von Betriebsgeheimnissen	312
VI. Zwischenergebnis	313
B. Aufklärungspflichten aus Auskunftsvertrag	313
I. Ausgangslage	313
II. Rechtsnatur und normative Anknüpfung	314
III. Vergütungsbezogene Aufklärungspflichten	314
IV. Zum Zustandekommen des Auskunftsvertrags	315
V. Zwischenergebnis	318
C. Fazit	318
 § 7 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 2	 318
 3. Kapitel: Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen im Dualismus aufsichtsrechtlicher Regulierung und privatrechtlicher Vereinbarung	 321
 § 8 Überlegungen zur ökonomischen Notwendigkeit von Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen	 322
A. Der Zweck vergütungsbezogener Aufklärungspflichten	322
I. Aufklärung und Ökonomie	322
II. Marktineffizienzen und Aufklärungspflichten	323
1. Preisunsicherheit	324
2. Qualitätsunsicherheit	325
a) Finanzberatung als Vertrauensgut	325
b) Die Finanzberatung als Markt für Zitronen („market for lemons“)	326
c) Die Gefahr opportunistischen Verhaltens	327
III. Rechtfertigung vergütungsbezogenen Vertrauensschutzes	328
1. Asymmetrische Informationskosten	328
2. Produktivität der Information über monetäre Eigeninteressen	329
3. Vorliegen einer Vertrauensprämie	330
4. Opportunismusprämie übersteigt Vertrauensprämie	331
IV. Vergütungsbezogene Aufklärungspflichten als „Ausgleich“ für Qualitätsbewertungsprobleme?	331
V. Grenzen des Informationsmodells und Folgerungen	333
B. Ergebnis der ökonomischen Überlegungen	334
 § 9 Rechtliche Anknüpfungspunkte für situationsübergreifende, interessen- konfliktbedingte und vergütungsbezogene Aufklärungspflichten	 335
A. Beratungsvertrag, culpa in contrahendo und Aufsichtsrecht	335

B. Anknüpfung an das „Grundgeschäft“	335
I. Ausgangslage und generelle Zweifel	335
II. Differenzierung nach Art des Grundgeschäfts	336
1. Grundgeschäfte mit dem Berater als Vertragspartner des Anlagegeschäfts	336
2. Kommissionsverträge als Grundgeschäfte	337
3. Maklergeschäfte als Grundgeschäfte	337
C. Anknüpfung an das „Deliktsrecht“	339
D. Anknüpfung an Verfassungsrecht und „höhere Prinzipien“	340
I. Aufklärungspflichten und Verfassungsrecht	340
II. Aufklärung als Verbraucherschutz?	341
III. Aufklärung aufgrund eines Anlegerschutzprinzips?	341
IV. Offenlegung als Ausgleich für Marktunzulänglichkeiten?	342
§ 10 Aufklärungspflichten und ihre Durchsetzung bei Beratungsverträgen	342
A. Zum fiktionslosen Zustandekommen von Beratungsverträgen	342
I. Die Relevanz eines besonderen Beratungsentgelts	342
1. Vorliegen einer gesonderten Vergütung für die Beratung	342
a) Auswirkungen auf die Kundeninteressen	343
b) Auswirkungen auf die Beraterinteressen	343
2. Fehlen einer gesonderten Vergütung für die Beratung	344
II. Sonstige für einen Beratungsvertrag sprechende Indizien	346
1. Der Außenauftritt der Finanzintermediäre	346
a) Werbung mit Beratung / Selbstbezeichnung als Berater	346
b) Herausstellen der Unabhängigkeit und andere Spezifikationen	347
c) Stellungnahme zur Relevanz des Außenauftritts	347
2. Intensität der Beratung	351
3. Vertrauensbeziehung zwischen Kunde und Intermediär	351
4. Wissensvorsprung	352
5. Rollenüberschreitung	352
6. Negativindizien	353
III. Zwischenergebnis	354
B. Aufklärungspflichten aus Auftrags- bzw. Geschäftsbesorgungsrecht	356
I. Aufklärungspflichten aus Auskunfts- und Rechenschaftspflichten	356
II. Aufklärungspflichten aufgrund Herausgabepflichten?	358
C. Grundsatz: Aufklärungspflicht über alle (monetären) Eigeninteressen	359
I. Konsequenzen aus der alleinigen Fremdinteressen- wahrnehmung	359
II. Zur erforderlichen Zustimmung des Kunden	361
1. Monetäre Eigeninteressen als mittelbares Beratungshonorar?	361

	2. Zustimmung des Kunden nach vollumfänglicher Aufklärung	362
III.	„Zustimmung“ durch Allgemeine Geschäftsbedingungen	364
	1. Zur Absenkung des Pflichtenprogramms durch AGB bei Beratungsvertragsschluss	364
	2. „Genehmigung“ pflichtwidriger Empfehlungen durch „später unterbreitete“ AGB	365
D.	Kongruenz zum HABG und zur MiFID bzw. MiFID II	365
I.	Honoraranlageberatungsgesetz (HABG)	365
	1. Der Honorar-Anlageberater nach dem WpHG	366
	a) Anwendungsbereich	366
	b) Besondere Pflichten nach dem HABG	366
	2. Der Honorar-Finanzanlagenberater nach der GewO	367
II.	MiFID und MiFID II	368
E.	Folgefragen für den Haftungsprozess bei Aufklärungspflicht- verletzungen	369
I.	Verschuldensaspekte	370
	1. Das Verschulden des Finanzdienstleisters	370
	2. Mitverschulden des Anlegers	371
II.	Der Schaden des Beratungskunden (§ 249 Abs. 1 BGB)	372
III.	Die Kausalität zwischen Pflichtverletzung und Schaden	374
	1. Ausgangspunkt der herrschenden Meinung: Der Kunde in Beweisnot	374
	2. Die „Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens“	375
	a) Der Inhalt der Vermutung	375
	b) Eine Frage der haftungsausfüllenden Kausalität	375
	c) Folgen für den Haftungsprozess	376
	aa) Keine Grundlage für die Annahme eines Anscheinsbeweises	376
	bb) Die Vermutung als Beweistlastumkehr bei selbständigen Beratungsverträgen	378
	cc) Die Widerlegung der Vermutung durch den Berater	379
F.	Zwischenergebnis	381
§ 11 Aufklärungspflichten und ihre Durchsetzung bei absatzbegleitender Beratung		382
A.	Aufklärungspflichten aus culpa in contrahendo (§§ 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2 BGB)	382
I.	Zur Herleitung von Aufklärungspflichten aus culpa in contrahendo	382
II.	Die Voraussetzungen der c.i.c. im Kontext der Finanzberatung	382
	1. Allgemeine Voraussetzungen der c.i.c.	382
	a) § 311 Abs. 2 BGB	383
	b) § 311 Abs. 3 BGB	384

	2. C.i.c. und Finanzberatung	384
	a) Finanzberatung mit anschließendem Grundgeschäft	384
	b) Finanzberatung ohne anschließendes Grundgeschäft („reine Beratung“)	384
	aa) Antizipiertes Grundgeschäft wird nicht abgeschlossen	384
	bb) Reine Beratungskonstellation ohne antizipiertes Grundgeschäft	385
	(1) Eigenhaftung des Beraters nach § 311 Abs. 3 BGB	385
	(a) Eigenes wirtschaftliches Interesse?	385
	(b) Inanspruchnahme besonderen Vertrauens?	386
	(c) Vertrauen aufgrund eines besonderen Berufsbildes?	387
	(2) Geschäftsähnlicher Kontakt nach § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB	388
	3. Zwischenergebnis	389
III.	Anknüpfungspunkte zur Konturierung des Pflichtenkreises	390
	1. Vorvertragliche Aufklärungspflichten	390
	2. Aufklärungspflichten im „beratungsvertragsfreien“ Finanzrecht	390
	a) Fallgruppen im Kreditgeschäft	390
	b) Vergleich mit Beratungskonstellationen im Anlagegeschäft	391
	aa) Konkreter Wissensvorsprung	391
	bb) Schaffung eines Gefährdungstatbestands	391
	cc) Interessenkonflikte	392
	dd) Rollenüberschreitung	392
	c) Bewertung der Vergleichsergebnisse	393
IV.	Zwischenergebnis	394
B.	Interessenkonfliktbedingte Aufklärungspflichten im Aufsichtsrecht	394
I.	Gesetzlich angeordnete Aufklärungspflichten	394
	1. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)	394
	a) Anwendungsbereich	394
	b) Interessenkonfliktvermeidung	395
	aa) § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	395
	bb) § 31d WpHG	396
	c) Kostentransparenz	397
	2. Gewerbeordnung (GewO) und Finanzanlagen- vermittlungsverordnung (FinVermV)	398
	a) Anwendungsbereich	398
	b) Interessenkonfliktvermeidung	399
	aa) § 17 FinVermV	399
	bb) § 13 Abs. 5 FinVermV	399
	c) Kostentransparenz	399

3.	Weitere Vorschriften zur Kostentransparenz	400
a)	Vermögensanlagengesetz (VermAnlG)	400
b)	Investmentgesetz (InvG) und Kapitalanlage- gesetzbuch (KAGB)	400
c)	Generell: Kostenangaben in Prospekten	401
II.	Zwischenergebnis	401
C.	Aufklärungspflichten bei der Anlageberatung aus c.i.c.	402
I.	Erforderliche Neukonturierung des Pflichtenkreises	402
II.	Die zivilrechtliche Relevanz der Wohlverhaltenspflichten	403
1.	Zwingende Berücksichtigung aufgrund (teilweiser) europäischer Herkunft?	403
a)	Argumente gegen eine zwingende zivilrechtlich Bedeutung (Überblick)	403
aa)	Die MiFID als aufsichtsrechtliche Richtlinie mit aufsichtsrechtlicher Umsetzung	403
bb)	Die Relevanz der Harmonisierungsintensität des Unionsrechts	406
b)	Das Harmonisierungsniveau der MiFID und der MiFID-DRL	407
aa)	MiFID	409
bb)	MiFID-DRL	411
cc)	Auswirkungen der MiFID II	412
c)	Zwischenergebnis	412
2.	Sinnhaftigkeit einer zivilrechtlichen Orientierung an Wohlverhaltenspflichten	413
a)	Die Rechtsnatur der Wohlverhaltenspflichten	413
aa)	Die Wohlverhaltensregeln als Aufsichtsrecht	414
bb)	Die Wohlverhaltensregeln als Zivilrecht	414
cc)	Die Wohlverhaltensregeln als Normen mit „Doppelnatur“	415
dd)	Stellungnahme	415
b)	Fakultative Orientierung am Aufsichtsrecht („Ausstrahlungswirkung“).	418
aa)	Die Adressierung desselben Problemkreises	419
bb)	Die gegenseitige Bezugnahme des Zivil- und Aufsichtsrechts	420
cc)	Rechtssicherheit vor dem Hintergrund des Unionsrechts	421
dd)	Individualanlegerschutz durch Wohlverhaltensregeln	422
ee)	Effizienzsteigerung aufgrund Pflichtenvereinheitlichung	423
ff)	Ausgestaltung berufsrechtlicher Standards durch Wohlverhaltensregeln	424

	gg) Argumente gegen eine Orientierung am Aufsichtsrecht	424
	c) Konsequenz	425
	3. Methodische Umsetzung	426
III.	Zur Ermittlung des Umfangs und der Reichweite vergütungsbezogener Aufklärungspflichten aus c.i.c.	427
	1. Zum Erfordernis der Auslegung des gesetzlichen Tatbestand-Modells	427
	2. Gegenüberstellung des Tatbestandsmodells und des status quo der Rechtsprechung	429
	a) Erfasste monetäre Eigeninteressen als „Zuwendungen“	429
	aa) Zuwendungen von dritter Seite	429
	bb) Originäre Eigeninteressen	431
	(1) Provisionen vergleichbare Positionen	431
	(2) Provisionen nicht vergleichbare Positionen	433
	b) Erfasste Finanzintermediäre	433
	c) Erfasste Tätigkeiten der Intermediäre	434
	d) Aufklärungsumfang	434
	e) „Auffangmöglichkeit“ durch Interessen- wahrungspflicht?	435
	3. Klärung der Zweifelsfragen durch den EuGH	436
	4. Zwischenergebnis	437
D.	Folgefragen für den Haftungsprozess auf Grundlage der c.i.c.-Pflichten	438
I.	Gemeinsamkeiten mit der beratungsvertraglichen Haftung	438
II.	Unterschiede zur beratungsvertraglichen Haftung	439
	1. Keine Anwendung der Kausalitätsvermutung	439
	2. Der „Verlust einer Chance“ als jedenfalls eingetretener „Mindestschaden“	441
	a) Vermeidung einer „Alles-oder-Nichts-Lösung“	441
	b) Der „Verlust einer Chance“ als Schadensposition	442
	aa) Herkunft der Figur	442
	bb) Zur Anwendung auf Fälle fehlerhafter Aufklärung über monetäre Eigeninteressen	443
	(1) Fallgruppenvergleich	443
	(2) Argumente für eine Anwendung in Anlage- beratungsfällen	444
	(3) Argumente gegen eine Anwendung in Beratungskonstellationen	444
	(a) Irrelevante Einwände	444
	(b) Die Gefahr der Haftungsausuferung	445
	(c) Widersprüche zum deutschen Haftungsrecht	445
	(d) Schwierigkeiten bei der Bewertung von Chancen	446
	(4) Stellungnahme	446

cc) Zwischenergebnis	449
c) Auswirkungen auf Kausalitätsfragen	450
d) Bemessung der Schadenshöhe	450
3. Der Geschäftsabschluss bei Dritten	451
E. Die deliktsrechtliche Bedeutung des Aufsichtsrechts	452
I. Praktische Relevanz	452
1. Zu den Auswirkungen auf den Kreis der potentiell Ersatzpflichtigen	452
2. Ausdehnung des schadensersatzrechtlich sanktionierten Pflichtenkreises	453
II. Aufsichtsrechtliche Normen als Schutzgesetze	453
1. Voraussetzungen der Anerkennung einer Norm als Schutzgesetz	453
2. Wohlverhaltensrechtliche Aufklärungspflichten als Schutzgesetze	454
3. Zurechnungsproblematik	456
a) Keine umfassende deliktische Zurechnung für fremdes Handeln	456
b) Folgen für interessenkonfliktbezogene Wohlverhaltenspflichten	457
F. Beratungshaftung als private enforcement des Aufsichtsrechts	458
I. Befund	458
II. Bewertung	459
1. Private enforcement als Säule der Kapitalmarktregulierung	459
2. Baustein im Rahmen der Europäisierung des Kapitalmarkt- und Finanzmarktrechts	460
3. Sinnvolle Ergänzung des public enforcements durch die BaFin	461
III. Erleichterte Durchsetzung nach der Reform des KapMuG?	462
G. Zwischenergebnis	464
§ 12 Das Verhältnis der Beratungsmodelle und der aus ihnen folgenden Pflichten zueinander	464
A. Mögliche Überschneidungen im Anwendungsbereich	464
B. Ausstrahlungswirkung bei vertraglicher Beratung	464
I. Unabdingbarkeit des Aufsichtsrechts	464
II. Aufsichtsrechtliche Pflichten als zivilrechtliche Untergrenze	465
1. Keine c.i.c.-Haftung bei Abschluss eines selbständigen Beratungsvertrags	465
2. Aufsichtsrechtliche Vorgaben als Ergänzung des beratungsvertraglichen Pflichteninhalts	465
§ 13 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel 3	467

4. Kapitel: Fazit	469
§ 14 <i>Konsequenzen der Untersuchungsergebnisse</i>	469
A. Zur Kompatibilität mit dem „Rechtsprechungskonzept“	469
I. Kompatibilität hinsichtlich Aufklärungspflichten	469
1. Beratungsverträge	469
2. Orientierung am Aufsichtsrecht	469
II. Kompatibilität bezüglich sonstiger Beratungspflichten	470
B. Stärkung von Privatautonomie und Eigenverantwortung	471
C. Rechtssicherheit	473
D. Rückführung von Streitigkeiten auf wesentliche Anlagekriterien	474
E. Beitrag im Rahmen der Europäisierung des Finanzmarktrechts	475
§ 15 <i>Ausblick</i>	476
§ 16 <i>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesenform</i>	480
Kapitel 1	480
Kapitel 2	482
Kapitel 3	484
Kapitel 4	486
Schaubild 1	487
Schaubild 2	488
Literaturverzeichnis	489
Entscheidungsverzeichnis	523
Sachverzeichnis	531

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AER	American Economic Review
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.5.2008, ABl. Nr. C 115 S. 47
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AG-Report	Aktiengesellschafts-Report (Sonderteil der AG)
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, Abl. L 174/1
AktG	Aktiengesetz vom 6.9.1965 (BGBl. I S. 1089); Einführungsgesetz vom 6.9.1965 (BGBl. I S. 1185)
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
AnlSVG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel / Artikel (Mehrzahl)
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAGE	Entscheidungen des Bundesarbeitsgerichts (Amtliche Sammlung)
BankR-Komm.	Bankrechts-Kommentar
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründer / Begründung
begr.	begründet
Beschl.	Beschluss
BG	Schweizerisches Bundesgericht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch v. 18.8.1896 (RGBl. S. 195)
BGBL.	Bundesgesetzblatt

BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts (Amtliche Sammlung)
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen (Amtliche Sammlung)
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucher- schutz
BörsG	Börsengesetz in der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I S. 2682)
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.i.c.	culpa in contrahendo
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swap
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFD	Contract for Difference
CFL	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
CLN	Credit Linked Notes
CMS	Constant Maturity Swap
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DDV	Deutscher Derivate Verband
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
DRL	Durchführungsrichtlinie
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
E	Entwurf
e.V.	eingetragener Verein
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft / Erwägungsgrund / Erwägungsgründe
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch v. 18.8.1896 (RGBl. S. 604)
EGGVG	Einführungsgesetz zum Gerichtsverfassungsgesetz vom 27.1.1877 (RGBl. S. 77)
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfrei- heiten v. 4.11.1950 (BGBl. 1952 II S. 685)
EONIA	Euro OverNight Index Average

ESMA	European Securities and Markets Authority
ESStG	Einkommensteuergesetz 1997 in der Bekanntmachung vom 16.4.1997 (BGBl. I S. 821)
etc.	et cetera
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union in der Fassung des Vertrags von Lissabon vom 13.12.2007, ABl. Nr. C 306, S. 1
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
f.	folgende
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FamFG	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit vom 17.12.2008 (BGBl. I S. 2586)
ff.	folgende (Mehrzahl)
FG	Festgabe
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.4.2002 (BGBl. I S. 1310)
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung vom 2.5.2012 (BGBl. I S. 1006)
Fn.	Fußnote
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission vom 16.7.2007 (BGBl. I S. 1330)
FS	Festschrift
FTD	Financial Times Deutschland
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GewO	Gewerbeordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 22.2.1999 (BGBl. I S. 202)
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland vom 23.5.1949 (BGBl. S. 1)
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GS	Gedächtnisschrift
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz in der Bekanntmachung vom 9.5.1975 (BGBl. I S. 1077)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen in der Fassung der Bekanntmachung vom 26.6.2013 (BGBl. I S. 1750, berichtigt S. 3245)
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Gz.	Geschäftszeichen
h.M.	herrschende(r) Meinung
HABG	Honoraranlageberatungsgesetz
Halbs.	Halbsatz
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
Hdb. des FA-BKR	Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht
Hervorh.	Hervorhebung
HGB	Handelsgesetzbuch vom 10.5.1897 (RGBl. S. 219)

Hk	Handkommentar
Hrsg.	Herausgeber
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung vom 5.10.1994 (BGBl. I S. 2866)
InvG	Investmentgesetz vom 15.12.2003 (BGBl. I S. 2676)
J. Consum. Policy	Journal of Consumer Policy
J. of Fin.	Journal of Finance
J.I.B.L.R.	Journal of International Banking Law and Regulation
JPE	Journal of Political Economy
Juris	Juristisches Informationssystem
jurisPR-BKR	Juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch vom 4.7.2013 (BGBl. I S. 1981)
Kap.	Kapitel
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten vom 19.10.2012 (BGBl. I S. 2182); zuvor vom 16.8.2005 (BGBl. I S. 2437)
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document
KMRK	Kapitalmarktrechtskommentar
Komm	Kommentar
KommJuR	Kommunaljurist (Zeitschrift)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen in der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I S. 2776)
l. Sp.	linke Spalte
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	litera
LKV	Landes- und Kommunalverwaltung (Zeitschrift)
LMK	Lindenmaier-Möhring, Kommentierte BGH-Rechtsprechung
Ltd.	Limited
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAH BKR	Münchener Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht
MDR	Monatsschrift für deutsches Recht; Zeitschrift für die Zivilrechts-Praxis
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 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, ABl. L 145/1
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173/349
MiFID-DRL	Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 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, S. 26
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173/84
Mio.	Million(en)
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
Mrd.	Milliarde(n)
MünchKomm	Münchener Kommentar
n.F.	neue Fassung
NJ	Neue Justiz (Zeitschrift)
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift, Rechtsprechungsreport
Nr.	Nummer
Num.	Number
NVersZ	Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
o.ä.	oder ähnlich
o.V.	ohne Verfasser
ÖBA	BankArchiv, Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OGH	Oberster Gerichtshof (Österreich)
OJ	Official Journal
OJLS	Oxford Journal of Legal Studies
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over-the-counter
p.a.	per annum
PIB	Produktinformationsblatt
PRIP	Packaged Retail Investment Products
ProdHaftG	Produkthaftungsgesetz vom 15.12.1989 (BGBl. I S. 2198)
QJE	The Quarterly Journal of Economics
r. Sp.	rechte Spalte
Rev. Econ. Stud.	The Review of Economic Studies
RG	Reichsgericht
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite; Satz
s.	siehe
S.A.	Société Anonyme
s.o.	siehe oben

Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofs und des Gerichts (amtlich)
SoBedWp	Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte, gültig ab 1.11.2007
sog.	sogenannt(e) / sogenannter
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
StGB	Strafgesetzbuch vom 15.5.1871 (RGBl. S. 127); letzte Neufassung in der Bekanntmachung von 13.11.1998 (BGBl. I S. 3322)
str.	streitig
SubsProt	Subsidiaritätsprotokoll, ABl. 2010 C 83/206
test	Stiftung Warentest, test (Zeitschrift)
U. Chi. L. Rev.	The University of Chicago Law Review
u. a.	und andere / unter anderem
UKlaG	Gesetz über Unterlassungsklagen bei Verbraucherrechts- und anderen Verstößen in der Fassung der Bekanntmachung vom 27.8.2002 (BGBl. I S. 3422, berichtigt S. 4346)
UNIDROIT	International Institute For The Unification Of Private Law
Univ. Diss.	Universitäts-Dissertation
Univ. Hab.	Universitäts-Habilitation
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb in der Fassung der Bekanntmachung vom 3.3.2010 (BGBl. I S. 254)
v.	vom / von
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I S. 2701)
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen vom 6.12.2011 (BGBl. I S. 2481)
VermVerkProspV	Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte vom 16.12.2004 (BGBl. I S. 3464)
vgl.	vergleiche
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
Vol.	Volume
Vorbem.	Vorbemerkung
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
VVG	Gesetz über den Versicherungsvertrag vom 23.11.2007 (BGBl. I S. 2631)
VVR	Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9.12.2002 über Versicherungsvermittlung, ABl. L 9/3
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung in der Bekanntmachung vom 19.3.1991 (BGBl. I S. 686)
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Teil 4, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDRiL	Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. Nr. L 141 vom 11/06/1993 S. 0027

WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 20.7.2007 (BGBl. I S. 1432)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I S. 2708)
WpHGMaAnzVO	Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte oder als Compliance-Beauftragte und über die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes vom 21.12.2011 (BGBl. I S. 3116)
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozeßordnung vom 30.1.1877 (RGBl. S. 83) in der Bekanntmachung vom 12.9.1950 (BGBl. S. 455)
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
zugl.	zugleich
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Herr, die Not ist groß!
Die ich rief, die Geister
werd ich nun nicht los.
(aus *J.W. Goethe*, *Der Zauberlehrling*)

Einführung

§ 1 Einleitung

A. Problemaufriss

Während die Finanzmarktkrise, die mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Bank *Lehman Brothers* im September 2008 einen vorläufigen Höhepunkt erreichte, noch immer als (Staats-)Schuldenkrise fort dauert, ist der Gesetzgeber der nationalen und supranationalen Ebene vor allem damit beschäftigt, die Finanzmärkte zu regulieren.¹ Die Protagonisten der Krise geraten aber auch aus anderer Perspektive in den Fokus. In den von Anlageberatungskunden angestregten Haftungsprozessen stehen beispielsweise die Fälle der verlustreichen *Lehman-Zertifikate*² oder die zur „Zinsoptimierung“ angebotenen *Spread Ladder Swaps*³ zur Entscheidung an.⁴ Jede Krise zieht die Suche nach den für sie Verantwortlichen nach sich.⁵ Dass dazu in jüngster Vergangenheit Banken und andere, offenbar nur am Eigeninteresse ausgerichtet handelnde Finanzdienstleister gehören, wird über breite Schichten hinweg angenommen.⁶ Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung ist ein Ansatzpunkt,

¹ Zu den Reformvorhaben bezüglich der europäischen kapitalmarktrechtlichen Rahmenrechtsakte vgl. die Beiträge von *Veil/Koch*, WM 2011, 2297 ff.; *Veil*, WM 2012, 53 ff.; *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557 ff. und 1605 ff. Auf nationaler Ebene ist u.a. auf das Gesetz über Vermögensanlagen hinzuweisen, vgl. dazu *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 ff. und *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 ff.; vgl. ferner *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 („Regulators at the Gate“).

² Vgl. etwa BGH (Lehman-II) BKR 2011, 508; zur Funktionsweise zweier Lehman-Zertifikate aus einem groß angelegten Vertriebsprogramm für Deutschland *Märker*, BKR 2011, 147 ff.

³ Vgl. etwa BGH (Swap-Urteil) BGHZ 189, 13 = NJW 2011, 1949 ff.; zu deren Nutzung durch Kommunen *Hanowski*, NZG 2011, 573; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 9.297 ff.; *Wille/Fulenkamp*, KommJur 2012, 1 ff. Entgegen *Schäfer*, in: Bankrechtstag 2012, S. 65, betraf das Swap-Urteil indes keine Konstellation, in der eine Kommune beteiligt war.

⁴ Vgl. auch *Grundmann*, in: FS Hopt (I), S. 61, 67 (Weltfinanzkrise sei das weltweit „am intensivsten wirkende Großereignis des Privatrechts der letzten Jahrzehnte“).

⁵ Vgl. *Plumpe*, Wirtschaftskrisen, S. 2; *Wagner*, DStR 2004, 1836.

⁶ Vgl. *Köndgen*, in: FS Hopt (II), S. 2113; vgl. ferner beispielhaft das „Thesenpapier“ von *Sigmar Gabriel*, abrufbar unter: http://www.sigmar-gabriel.de/aktuelle_themen/thesenpapier-von-sigmar-gabriel-zu-banken-und-finanzsektor---eine-minderheit-schadet-der-mehrheit--und-dem-ganzen-land (Letzter Abruf v. 20.1.2014) oder einen Bericht der *Wirtschaftswoche*, der unter der Überschrift „Verursacher der Finanzkrise, Jagd auf Goldman Sachs, Deutsche Bank & Co.“ steht, abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/finanzen/verursacher-der-finanzkrise-jagd-auf-goldman-sachs-deutsche-bank-und-co-/5230226.html> (Letzter Abruf v. 20.1.2014); vgl. auch *Bonavita*, 13 EBOR (2012), 271, 272 („Deutsche Bank [was] often labelled as a textbook example of greedy,

die vermeintlichen Verursacher zur Verantwortung zu ziehen.⁷ Es verwundert kaum, dass das erfolgversprechendste juristische Vehikel in diesem Zusammenhang darin gesehen werden kann, dem Berater mangelhafte Aufklärung vorzuwerfen. Aufklärungspflichten sind schließlich integraler Bestandteil des Anleger-schutzrechts.⁸ Schwerpunktmäßig wird regelmäßig über monetäre Eigeninteressen der beratenden Finanzdienstleister gestritten.⁹ Wie mit dieser Problematik umzugehen ist, beschäftigt die (höchststrichterliche) Rechtsprechung und den rechtswissenschaftlichen Diskurs seit Jahren. Auch die jüngeren Urteile haben Zustimmung¹⁰ und deutliche Ablehnung¹¹ gefunden. Mitunter wurde sogar davor gewarnt, dass die Rechtsprechung eine neue Finanzkrise herauf beschwören könnte.¹² Zu konstatieren ist jedenfalls, dass trotz bereits zahlreich vorliegender höchstrichterlicher Urteile weiterhin Rechtsunsicherheit besteht.¹³ Mit welchem Ziel und in welchem Umfang in verschiedenen Beratungssituationen Aufklärungspflichten über diverse monetäre Eigeninteressen existieren, bleibt weiterhin unklar. Die Fälle reichen von Vermittlungsprovisionen im Fonds-Geschäft bis hin zur (teilweise) geforderten Margenaufklärung, etwa beim Kauf von Zertifikaten oder beim Abschluss von (komplexen) Derivategeschäften.

solely profit-oriented actors whose behaviour led up to the global financial crises“); ferner überspitzend *Plumpe*, Wirtschaftskrisen, S. 1 („Ohne skrupellose Banker, so scheint es, wären uns die jüngsten Verwerfungen erspart geblieben.“).

⁷ Laut einer kleinen Anfrage der Fraktion „Bündnis 90/Die Grünen“, die sich auf eine Studie des BMELV beruft, verursacht fehlerhafte Anlageberatung jährlich Schäden zwischen 20 und 30 Mrd. € allein für Verbraucher, BT-Drucks. 17/8647, S. 1; vgl. auch *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053.

⁸ Vgl. nur *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 70 m.w.N.

⁹ Vgl. auch *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht², § 25 Rn. 17 („Ein bislang noch nicht gelöstes Problem ist, dass Banken bei der Anlageberatung eigene monetäre Interessen verfolgen.“).

¹⁰ Zum Swap-Urteil beispielsweise *Weller*, ZBB 2011, 191, 199.

¹¹ Das Swap-Urteil ablehnend *Jahn*, F.A.Z. vom 23.3.2011 („hanebüchen“).

¹² Vgl. *Hanowski*, NZG 2011, 573 ff.; *Lieder*, GWR 2011, 175.

¹³ Vgl. *Bausch*, BB 2011, I („[s]tringente höchstrichterliche Rechtsprechung in puncto Ertragsinteresse beratender Banken ist noch immer weit entfernt“); *Grundmann*, WM 2012, 1745 („[T]rotz der Vielzahl der – auch höchstrichterlichen – Entscheidungen [ist es] nicht gelungen, eine einheitliche, widerspruchsfreie Wertungsgrundlage zu schaffen.“); *Hannöver*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb.⁴, § 110 Rn. 72 (Schrifttum sei unüberschaubar; Rechtsprechung divergiere; viele Fragen seien offen); *Herresthal*, ZBB 2012, 89, 92 („nahezu unübersehbar[s] Schrifttum“); *Kittner*, BKR 2012, 215 („[Es ist] immer noch weitgehend unklar, ob eine erhaltene ‚Provision‘ bei Beratung, Vermittlung oder Verkauf von Vermögensanlagen aufklärungspflichtig ist [...]“); *Mann*, WM 2013, 727 (Rechtsprechung „zahlloser Instanz- und Obergerichte“ weiche „teils erheblich voneinander ab“; das „Geflecht gerichtlicher Entscheidungen“ sei „kaum überschaubar“); vgl. in diesem Kontext auch die Diskussion um den unvermeidlichen Rechtsirrtum bezüglich Aufklärungspflichten über monetäre Eigeninteressen, dazu *Veil*, WM 2009, 2193 ff.; jüngst aus der Rechtsprechung BGH (Innenprovisionen-V) BGHZ 201, 310 = BeckRS 2014, 14029, Rn. 22 ff.; ferner Text und Nachweise in § 5 C.

Die Fragestellung ist vielschichtig gelagert. Im Ausgangspunkt geht es um „Interessenkonflikte als Rechtsproblem“.¹⁴ Sie treten durch Informationsasymmetrien zwischen den Beratungsparteien besonders hervor. Monetäre Eigeninteressen sind aber „die Triebfeder einer kapitalistischen Wirtschaftsordnung“¹⁵. Rechtlich problematisch können sie deshalb grundsätzlich nur sein, wenn ein Vertragspartner sich nicht ausschließlich eigennützig, sondern auch konkret fremdnützig verhalten soll. Beratende Finanzintermediäre sind für ihre Kunden auf dem Finanzmarkt „Träger der Individualpublizität“.¹⁶ Sie fallen daher in die Kategorie der Personen, von denen fremdnütziges Verhalten erwartet wird. Bei der Beurteilung muss jedoch berücksichtigt werden, dass fremdnütziges Verhalten nicht mit altruistischem Handeln gleichgesetzt werden darf. Vielmehr kann im Wirtschaftsverkehr regelmäßig das fremdnütziges Verhalten eines Teilnehmers nur gegen Entgelt erwartet werden. In den hier untersuchten Konstellationen zahlt der Leistungsempfänger – der Beratene – überwiegend nicht für die Beratungsleistung. Würde man in derartigen Fällen uneingeschränkt fremdnütziges Handeln fordern, bestünde im Ergebnis die Gefahr, Altruismus von einem Wirtschaftsteilnehmer zu verlangen.¹⁷ Letztlich geht es also darum, Eigen- und Fremdverantwortung bei der Anlageberatung auszutarieren. Gerade im Zivilrecht kann dies jedoch keine offene, beliebig zu beantwortende Wertungsfrage sein. Ausgangspunkt für ihre Beantwortung ist die zivilrechtliche Dogmatik.¹⁸ In der Rechtsprechung wird größtenteils auf der Grundlage konkludent geschlossener Beratungsverträge argumentiert und daraus ein bestimmter Pflichteninhalt abgeleitet. Die erheblichen Konsequenzen einer Fehlberatung¹⁹ führen dazu, dass diese „Konstruktion“ die Gemüter seit einiger Zeit erhitzt.²⁰ Es wird angemahnt, dass das Investitionsrisiko nicht auf den Berater abgewälzt werden dürfe.²¹ Teils wird bereits davon gesprochen, dass sich ein „Haftungsautomatismus“ entwickelt habe.²²

¹⁴ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 5.285. Das Thema spielt auch international eine große Rolle, s. beispielsweise zum Finanzmarktsektor in den USA und dem Vereinigten Königreich *Band*, 21 J.I.B.L.R. (2006), 677 ff. und *dies.*, 22 J.I.B.L.R. (2007), 88 ff.

¹⁵ So treffend *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 5.285.

¹⁶ Vgl. *Ekkenga*, Anlegerschutz, S. 452 ff.; *Vogel*, Anlegerschutz, S. 31; im Duktus von *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 137, ist ein Aspekt des „Außenschutzes“ von Anlegern betroffen; dazu § 3.

¹⁷ Anders wäre das ggf. zu beurteilen, wenn man das Argument der für Banken möglichen Quersubventionierung als stichhaltig bewertet bzw. auch indirekte Zahlungen als Gegenleistung qualifizierte, zu beidem § 5 B. VII. 2. b).

¹⁸ Vgl. *Herresthal*, ZBB 2012, 89, 91 f.; ferner *Ott*, Vorvertragliche Aufklärungspflichten im Licht des Güter- und Leistungsaustausches, S. 142, 149.

¹⁹ Beispielhaft kann hier darauf hingewiesen werden, dass etwa die HSBC 1,3 Milliarden für Schadensersatz für mögliche Fehlberatungen zurückgestellt hat, F.A.Z. v. 31.7.12, S. 14.

²⁰ So *Buck-Heeb*, WM 2012, 625.

²¹ Vgl. *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 119; zum sog. „*buyer's remorse*“ *Keller*, EWIR 2010, 275 (man könne sich „des Eindrucks nicht erwehren“, dass es in einigen der jüngsten Fälle um schlichte Kaufreue gegangen sei).

²² *Heusel*, ZBB 2012, 461, 465; *Leuring/Zetzsche*, NJW 2009, 2856, 2858; es wird mitunter

Ungewissheit besteht auch darüber, welche Attribute dem Anleger bzw. Kunden zugeschrieben werden können, was sich auf das Pflichtenregime auswirken kann. Dies hängt wiederum mit der bereits angesprochenen Frage zusammen, welches Maß an Eigenverantwortung dem Anleger „zugemutet“ werden soll. Ferner haben Unklarheiten bei den „tatsächlichen Grundlagen“ der zu entscheidenden Fälle deren rechtliche Behandlung verkompliziert. Insbesondere im Derivategeschäft ist die Bedeutung sog. anfänglicher negativer Marktwerte umstritten, ebenso, ob solche Geschäfte „reine Wettveranstaltungen“ darstellen. Beides kann Einfluss auf die Inhalte vergütungsbezogener Aufklärungspflichten haben.

Das Phänomen der potentiell durch Eigeninteressen der Berater beeinflussten Anlageberatung tritt nicht nur in Deutschland, sondern international auf.²³ Auf supranationaler EU-Ebene finden sich dazu u.a. Vorgaben in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)²⁴. Die potentiellen Auswirkungen des Europarechts führen zu einer weiteren Dimension in der Diskussion, die nicht unberücksichtigt bleiben kann. Beispielsweise könnten die zivilrechtlichen Haftungsprozesse als Teil einer europarechtlich determinierten Kapitalmarktregulierung zu verstehen sein, die auf sog. *private enforcement* setzt.

Die Thematik befindet sich weiter im Fluss, wie sich der Judikatur des BGH und des EuGH, sowie ferner den regulatorischen Reformen (Stichwort: MiFID II²⁵) entnehmen lässt. Es erscheint notwendig, der bereits umfangreichen Literatur eine weitere Arbeit zur Seite zu stellen, die monetäre Eigeninteressen unter den verschiedenen aufgezeigten Aspekten in einem breiteren Kontext in den Blick nimmt. Dabei geht es zunächst darum, Kriterien für eine etwaig eingreifende Aufklärungspflicht über Eigeninteressen *de lege lata* nach dem – sich beständig im Wandel befindlichen – Rechtsprechungskonzept herauszuarbeiten und somit einen Beitrag auf dem Weg zu mehr Rechtssicherheit zu leisten. Dies ist jedoch im Ergebnis nur unbefriedigend möglich, weshalb ein alternatives Konzept zu erarbeiten sein wird.

auch vom „Kick-Back-Joker“ gesprochen, so *Zoller*, BB 2013, 520; vgl. ferner *Günther*, MDR 2014, 61, 66 (Kick-Back-Rechtsprechung „als Allzweckwaffe“); *Langen*, NZG 2010, 816, 817 („Kick-Back-Keule“); *Stumpf/Hettenbach*, BB 2012, 2582, 2586 (bei einer Bankenkammer des LG Frankfurt a.M. sei „aufgeschnappt“ worden, dass der Anleger schon gewonnen habe, wenn Rückvergütungen vorlägen).

²³ Vgl. dazu *Moloney*, How to Protect Investors, S. 259 ff.; speziell zu *product mis-selling* im Vereinigten Königreich *Ferran*, 13 EBOR (2012), 247, 248 ff.

²⁴ 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, ABl. L 145/1, im Folgenden als „MiFID“ bezeichnet.

²⁵ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173/349, im Folgenden als „MiFID II“ bezeichnet.

B. Gang der Untersuchung

Die Arbeit ist in vier Kapitel unterteilt. Im ersten Kapitel werden Grundlagen behandelt. Dabei sind zunächst diverse Begrifflichkeiten und ihre Verwendung für diese Arbeit zu erläutern (§ 2). Dies ist zur Vermeidung von Missverständnissen erforderlich, da relevante Termini in Literatur und Rechtsprechung teils synonym, teils zur Abgrenzung verwendet werden. Anschließend werden die „Beratungsparteien“, also Anlageberater und ihre Kunden näher dargestellt (§ 3). Entscheidend für die rechtliche Beurteilung wird sein, die Anlageberatungsleistung in das dem Finanzmarkt zugrunde liegende „Intermediärmodell“ einzuordnen. Nur so lässt sich später beurteilen, ob die Berater in bestimmten Konstellationen – wie mitunter postuliert – ihre „eigentliche Rolle“ verlassen haben. Einer solch allgemeinen Betrachtung muss es auch darum gehen, in welchem Rahmen sich vergütungsbezogene Aufklärungspflichten bewegen können. Das „Informationsmodell“ als Schutzkonzept gibt hier Grenzen vor, an denen die untersuchte Rechtsprechung zu messen ist. Freilich ist das „Kundenschutzbedürfnis“ bei der Anlageberatung real, weshalb die Risiken für Beratungskunden – ebenfalls vor dem Hintergrund der stattfindenden Finanzintermediation – zu beleuchten sein werden, bevor die Zwischenergebnisse des Grundlagenkapitels in § 4 festgehalten werden.

Das zweite Kapitel betrachtet die Entwicklung zum gegenwärtigen Stand der Rechtsprechung und bewertet diese. Zunächst wird die Rechtsprechungslage dargestellt (§ 5), wobei die verwendeten Begründungsansätze für Aufklärungspflichten herausgearbeitet werden sollen. In diesem Abschnitt werden zugleich die Legitimationsdefizite der gegenwärtigen Rechtsprechungskonzeption aufgezeigt, da sie sich als nicht wertungskonsistent systematisierbar erweist. § 6 legt den Fokus auf die von der Rechtsprechung primär herangezogene Rechtsgrundlage für Aufklärungspflichten über Eigeninteressen, den Beratungsvertrag. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse (§ 7).

Das dritte Kapitel entwirft, basierend auf der im zweiten Kapitel herauszuarbeitenden erforderlichen Neukonzeption der Aufklärungspflichten, ein Modell, das auf einem Dualismus aufsichtsrechtlicher Regulierung und privatrechtlicher Vereinbarung basiert. In § 8 wird zunächst die Frage aufgeworfen, ob Aufklärung über monetäre Eigeninteressen vor dem Hintergrund der sonstigen Beratungspflichten in einem bestimmten Umfang (auch) ökonomisch geboten erscheint.

Anschließend werden diskutierte rechtliche Ansatzpunkte zur Herleitung von Aufklärungspflichten unter dem Gesichtspunkt gewürdigt, ob sie für eine sachverhaltsübergreifende Erfassung des Problemkreises „Interessenkollision bei der Anlageberatung“ durch monetäre Eigeninteressen geeignet erscheinen (§ 9), da dieser Aspekt die gegenwärtige Rechtsprechung maßgeblich prägt und beeinflusst.

Auch nach hiesiger Konzeption kann an Beratungsverträge angeknüpft werden. § 10 konzentriert sich daher darauf, wann und wie solche Verträge zustande kommen. Einzugehen ist dann ferner auf die Ausgestaltung des Pflichtenkreises bei be-

ratungsvertraglicher Bindung des Beraters und die Durchsetzung dieser Pflichten. Anschließend werden die verbleibenden Fälle der „absatzbegleitenden Beratung“ zu beleuchten sein, bei denen die Aufklärungspflichten ihren Ursprung maßgeblich im Aufsichtsrecht haben (§ 11), die aber zivilrechtlich über die c.i.c. rezipiert werden. § 12 betrachtet das Verhältnis der beschriebenen Pflichtenkreise zueinander, bevor § 13 mit einer Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse das dritte Kapitel beschließt.

Ein Fazit wird im vierten Kapitel gezogen. Die Konsequenzen der Ergebnisse werden in § 14 beleuchtet. Nachdem in § 15 ein Ausblick auf die weitere Entwicklung gewagt wurde, werden die wesentlichen Ergebnisse in Thesenform zusammengefasst (§ 16).

1. Kapitel

Grundlagen

§ 2 Begrifflichkeiten

A. Anleger als Kunden der beratenden Finanzintermediäre

Der Anlegerbegriff ist nicht gesetzlich definiert, weshalb er auf verschiedene Weise verstanden werden kann. Mitunter wird an den Begriff der Kapitalanlage angeknüpft.¹ Andere argumentieren kapitalmarktrechtlich über den Wertpapierhandel,² wieder andere wollen auch den sog. grauen Kapitalmarkt erfassen.³

Die untersuchte Problematik ist aber einerseits nicht zwangsläufig auf den Kapitalmarkt beschränkt, da insbesondere die Basiswerte von Derivaten ihre Grundlage ebenso im Geld- oder Devisenmarkt haben können.⁴ Andererseits ist es unerheblich, ob der Beratungskunde eine Rendite erwirtschaften will. Er kann wegen Eigeninteressen seines Beraters potentiell ebenso „schlecht beraten“ sein, wenn *hedging*-Transaktionen betroffen sind.⁵ Es handelt sich vorliegend um eine *finanzmarktrechtliche* Fragestellung.⁶ Dementsprechend wird als Anleger in dieser Arbeit

¹ Der Anleger sei „eine Person, die Geld bei einem Finanzintermediär mit dem Ziel einsetzt, eine Rendite zu erlangen“, *Gemberg Wiesike*, Wohlverhaltensregeln, S. 66.

² Anleger seien der „Personenkreis, der in die angebotenen Wertpapiere investiert“, *Grunewald/Schlitt*, Kapitalmarktrecht³, S. 12.

³ Anleger seien „Käufer und Verkäufer der Kapitalmarktprodukte“, *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 2.273.

⁴ Deshalb wäre es auch nicht zielführend, auf den Wertpapierbegriff abzustellen, zumal nur ein Teil der untersuchten Fälle Wertpapiertransaktionen betraf. Vor allem Anteile an geschlossenen Fonds stellten früher keine Wertpapiere dar, vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 2.268. Mit der Einführung des Vermögensanlagengesetzes im Jahr 2012 wurden geschlossene Fonds allerdings als Vermögensanlagen zu Finanzinstrumenten i.S.d. WpHG, vgl. § 2 Abs. 2b WpHG, § 1 Abs. 2 VermAnlG a.F. Heute werden sie durch das 2013 geschaffene KAGB regulatorisch erfasst, vgl. *Schnauder*, NJW 2013, 3207.

⁵ Zum *hedging* § 3 B. V. 2. c) bb) (2); zu Einsatzmöglichkeiten von Derivaten § 3 B. V. 2. d).

⁶ Selbst im Versicherungs(privat)recht kann sie relevant werden, was angesichts der Funktionsäquivalenz diverser Versicherungsprodukte und Kapitalanlagen nicht verwundert, vgl. etwa *Brocker*, BKR 2007, 365, 369; *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 476 f.; *Drewes/Drewes*, in: *Obst/Hintner*, Geld-, Bank- und Börsenwesen⁴⁰, S. 1059; *Mülbert*, ZHR 177 (2013) 160, 201; vgl. auch *Witte/Hillebrand*, DStR 2009, 1759 f. mit Fn. 10 und 14; nun auch BGH, Urt. v. 11.7.2012, Az.: IV ZR 164/11, BGHZ 194, 39, Rn. 53, der die Aufklärungspflichten aus dem Anlagebereich anwendet, wenn eine „kapitalbildende Lebensversicherung sich bei wirtschaftlicher Betrachtung als Anlagegeschäft dar[stellt]“; ebenso OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 5.7.2013, Az.: 24 U 131/11, NZG 2013, 1235 (Leitsatz). Die hier untersuchte Rechtsprechung geht auf den Versicherungsbereich nicht ein, ferner bestehen auch im regulatorischen Umfeld relevante Unterschiede (vgl. § 34 e Abs. 3 Satz 1

jeder (potentielle) Kunde⁷ eines Beraters erfasst, ohne dass es darauf ankommt, ob er mit dem Geschäft unmittelbar einen Gewinn erwirtschaften möchte.⁸

Im Übrigen ist zwischen dem Kunden- und Anlegerbegriff nicht zu differenzieren; es handelt sich um eine Frage der Perspektive: Wird vom Anleger gesprochen, betont dies seine Rolle bei der späteren „Investition“. Hingegen liegt der Fokus des Kundenbegriffs auf dem Verhältnis zum beratenden Intermediär.

B. Kapitalanlagen, Investments und Finanzprodukte

Kongruent zum Anlegerbegriff, sind die Begriffe (Kapital-)Anlage und Investment weit zu verstehen.⁹ Synonym kann von Finanzprodukten gesprochen werden. Letztlich geht es darum, klarzustellen, dass auch solche Geschäfte von den folgenden Ausführungen erfasst sind, in denen es nicht originär um Renditeerzielung, sondern beispielsweise um *hedging* geht. Freilich handelt es sich bei den Anlegern in den untersuchten Konstellationen größtenteils um Rendite bemühte „klassische“ Kapitalanleger.¹⁰

C. Aufklärung, Information und Beratung

I. Aufklärung und Information

Mit dem Begriff der Aufklärung wird in der Rechtswissenschaft im weitesten Sinne die Beseitigung von Informationsasymmetrien assoziiert.¹¹ Im engeren Sinne wird zum Teil von „spontaner Information über entscheidungserhebliche Tatsachen“ gesprochen.¹² Für den Bereich der Kundeninformation durch Finanzdienstleister zieht

GewO). Im Folgenden kann das Versicherungsrecht nicht weiter berücksichtigt werden, zumal die beschriebene Funktionsäquivalenz zu Kapitalanlagen nur sehr partiell gilt, vgl. *Gemberg Wiesike*, Wohlverhaltensregeln, S. 49. Vgl. zum Versicherungsrecht etwa *Schelling*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte, S. 284 ff.; *Tiffe*, Struktur der Informationspflichten, S. 322 ff.; ferner *Geßner*, VuR 2009, 243 ff.; außerdem *Gemberg Wiesike* a.a.O. passim, der im Kontext von Wohlverhaltenspflichten auch auf den Versicherungsmarkt eingeht.

⁷ Dass auch (nur) potentielle Kunden erfasst sein sollen, ergibt sich für das Aufsichtsrecht aus § 31a Abs. 1 WpHG und den europarechtlichen Grundlagen, vgl. auch *Clouth/Seyfried*, in: *Clouth/Lang*, MiFID Praktikerhandbuch, Rn. 59 mit Fn. 47.

⁸ *Clouth*, in: *Praktikerhdb. Wertpapier- und Derivategeschäft*⁴, Rn. 1196, schlägt in diesem Zusammenhang vor, im Kontext der Beratung von „kundengerechter“ und „produktgerechter“ Beratung zu sprechen. Indes verwendet der BGH weiterhin seine Termini der „anleger- und objektgerechten“ Beratung, woran sich auch die vorliegende Arbeit orientiert.

⁹ Eine einheitliche Definition, was diese Begriffe genau bedeuten, liegt ohnehin weder national noch international vor, vgl. *Gemberg Wiesike*, Wohlverhaltenspflichten, S. 42.

¹⁰ Vgl. auch *CESR*, Understanding the definition of advice and MiFID v. 19.4.2010, CESR/10–293, S. 15 Ziff. 73, wonach auch der *hedging*-betreibende Anleger „still in his capacity as an investor“ handelt.

¹¹ *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 26.

¹² *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 17; vgl. auch *Ekkenga*, in: *MünchKomm HGB*², Effekten-geschäft, Rn. 249; *Siol*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb.⁴, § 43 Rn. 5.

sich ein ganzer Reigen von Begriffen durch Rechtsprechung, Literatur und das Gesetz.¹³ Einige sehen darin bloß ein „Phänomen sprachlicher Kreativität“,¹⁴ während andere dadurch unterschiedliche Pflichteninhalte zum Ausdruck gebracht sehen wollen.¹⁵ Häufig wird der Begriff der Information bzw. der Informationspflicht im Schrifttum verwendet,¹⁶ der wiederum rechtlich nicht definiert ist.¹⁷ Hier wird er synonym mit „Aufklärung“ als Oberbegriff verstanden, der die weiteren Unterteilungen der Informationserteilung erfasst.¹⁸

Eine exakte weitere Unterteilung der Informationspflichten, sofern dies überhaupt möglich wäre,¹⁹ ist für diese Bearbeitung entbehrlich.²⁰ In Frage steht jeweils die Mitteilung eines Eigeninteresses.²¹ Diese Mitteilung ist aus sich heraus verständlich. Auch die Rechtsprechung und die Literatur verlangen, soweit Aufklärungspflichten bejaht werden, keine über die bloße Mitteilung hinausgehende Erläuterung dieser „relevanten Tatsache“. ²² Eine konkrete Zuordnung zu einer Unterkategorie würde an der Rechtsfolge „Aufklärungspflicht“ nichts ändern.²³

¹³ Vgl. *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 87. Man findet die Ausdrücke Aufklärungs-, Benachrichtigungs-, Hinweis-, Offenbarungs-, Anzeige-, Mitteilungs-, Warn(ungs)-, Unterrichtungs- und Informationspflichten, s. nur *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 17; *Lang*, Informationspflichten, S. 27; *Siol*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.⁴, § 43 Rn. 5; vgl. auch *Tiffe*, Struktur der Informationspflichten, S. 45 ff.

¹⁴ *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 17.

¹⁵ *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 87; vgl. auch *Horn*, ZBB 1997, 139, 140 f. (Pflichten überschneiden sich teilweise; seien nicht leicht abzugrenzen; eine Unterscheidung sei aber zweckmäßig).

¹⁶ *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 29 f. m.w.N.; *Hofmann*, Aufklärung und Anlageberatung, S. 62; *Möllers*, in: Kölner Komm WpHG², § 31 Rn. 176 ff.; *Siol*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.⁴, § 43 Rn. 5 f.

¹⁷ Vgl. *Tiffe*, Struktur der Informationspflichten, S. 41.

¹⁸ Ebenso *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 87; vgl. auch *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 16; *Siol*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.⁴, § 43 Rn. 3 ff.; *Tiffe*, Struktur der Informationspflichten, S. 41 ff.; ferner *Horn*, ZBB 1997, 139, 141 („Die Aufklärungspflicht [...] ist Informationspflicht.“). Teilweise werden Aufklärung und Information insofern voneinander abgegrenzt, dass letztere bloßes Nichtwissen beseitige, erstere mangelndes Verständnis beheben solle, vgl. *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 19.

¹⁹ Eine Kategorisierung allgemeiner bankrechtlicher Pflichten unternimmt *Hadding*, in: FS Schimansky, S. 67 ff.

²⁰ Vgl. auch *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 19; *Hofmann*, Aufklärung und Anlageberatung, S. 19; *Schefold*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.⁴, § 116 Rn. 304 f.; vgl. aber auch infra § 3 D. IV. 4. c).

²¹ Vgl. *Braun/Loy*, Richtige und vollständige Aufklärung, S. 3.

²² Vgl. *Clouth*, in: Praktikerhdb. Wertpapier- und Derivategeschäft⁴, Rn. 1192; *Horn*, ZBB 1997, 139, 141; *Lang*, Informationspflichten, S. 33.

²³ Vgl. beispielhaft *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 30. Dies gilt ebenso, soweit die Auskunftspflicht von der Aufklärungspflicht getrennt wird, vgl. etwa *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 88, der eine konkrete Anfrage eines Kunden für eine Auskunft voraussetzt; *Decker*, Aufklärungspflichten, S. 18; *Horn*, ZBB 1997, 139, 140 f.

II. Aufklärung und Beratung

Die Beratung ist von der Aufklärung zu unterscheiden. Teilweise werden diese Begriffe zwar synonym gebraucht²⁴ oder kein kategorischer Unterschied gemacht.²⁵ Aufklärungs- und Beratungspflichten können jedoch sowohl bezüglich ihres Inhalts als auch ihrer Herkunft differenziert werden. Eine gegebenenfalls erforderliche Aufklärung ist unaufgefordert zu erteilen.²⁶ Eine Beratung ist nur aufgrund besonderer Übereinkunft²⁷ geschuldet.²⁸ Sie stellt die persönlichen Umstände des Kunden in den Mittelpunkt und führt jedenfalls aufsichtsrechtlich zu einer konkreten Empfehlung (§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 9 WpHG).²⁹ Anhand dieser Bewertung von (gegebenenfalls durch Nachforschung zu ermittelnden) Umständen³⁰ durch den Berater für den Kunden, lässt sie sich von der bloßen Aufklärung abgrenzen. Letztere stellt nämlich eine reine Mitteilung dar. Beratung ist deshalb der umfassendere Begriff, der die Aufklärung einschließt.³¹ Denn das Ziel der Beratung ist die Ermöglichung einer eigenverantwortlichen Anlageentscheidung des Anlegers.³² Die Auf-

²⁴ Vgl. *Hofmann*, Aufklärung und Anlageberatung, S. 16; *Lang*, Informationspflichten, S. 27. Zu Aufklärung und Beratung als „Paarbegriff“ auch *Möllers*, in: Kölner Komm WpHG², § 31 Rn. 179 ff.; *Roth*, in: Assmann/Schütze, Hdb. Kapitalanlagerecht³, § 11 Rn. 28.

²⁵ *Roth*, in: Assmann/Schütze, Hdb. Kapitalanlagerecht³, § 11 Rn. 29, spricht von „Charakterisierung“ in Abgrenzung zur „Kategorisierung“.

²⁶ *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 28; *Lang*, Informationspflichten, S. 33; *Lange*, Informationspflichten von Finanzdienstleistern, S. 25.

²⁷ *Beule*, in: Assies/Beule/Heise/Strube, Hdb. des FA-BKR³, Kap. 7 Rn. 296; *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten, S. 78 ff.; *Ellenberger*, Umfassende Anlage- und Anlegergerechte Beratung, S. 59, 61; *Lange*, Informationspflichten von Finanzdienstleistern, S. 85; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht², Rn. 11.143 (wobei er in Rn. 5.413 von „vorvertraglichen Beratungspflichten“ spricht, dort geht es indes um Aufklärung); a.A. OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 27.10.2010, Az.: 16 U 96/10, WM 2012, 1826, Rn. 46, das auf *Beratungspflichten aus culpa in contrahendo* verweist, falls kein selbständiger Beratungsvertrag vorliege; *Roth*, in: Assmann/Schütze, Hdb. Kapitalanlagerecht³, Rn. 13, der es für möglich hält, dass sich auch *Beratungspflichten* aus Nebenpflichten zu einem abgeschlossenen (dann § 241 Abs. 2 BGB) oder angebahnten (dann § 311 Abs. 2 BGB) Effektesgeschäft herleiten lassen.

²⁸ Das heißt jedoch nicht, dass ohne Vertrag keine *Beratungssituation* vorliegen könnte. Es gibt dann aber keinen *Anspruch* auf Beratung (darum geht es freilich in den vorliegenden Konstellationen faktisch ohnehin nicht, sondern um die Gewährung von Schadensersatzansprüchen, vgl. schon *Canaris*, in: Staub, Komm HGB⁴, Bankvertragsrecht, Rn. 89) und daraus folgende Empfehlungen. Freilich können auch bei nicht geschuldeten Beratungen bestimmte Pflichten zu beachten sein, dazu infra § 11 C.

²⁹ *Beule*, in: Assies/Beule/Heise/Strube, Hdb. des FA-BKR³, Kap. 7 Rn. 296. Als Empfehlung verstehen BaFin und Deutsche Bundesbank einen Rat zu einer bestimmten Handlung, der einem „Anleger [...] als in seinem Interesse liegend“ gegeben wird, *BaFin/Deutsche Bundesbank*, Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung, Mai 2011, S. 2.

³⁰ *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 28; *Horn*, ZBB 1997, 139, 141.

³¹ *Besold*, Aufklärungspflichten bei Vertriebsprovisionen, S. 29; *Braun/Loy*, Richtige und vollständige Aufklärung, S. 3, 5; *Clouth*, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanzderivate, S. 152; *Hofmann*, Aufklärung und Anlageberatung, S. 17.

³² Vgl. beispielsweise *Beck*, in: Bankrechtstag 2010, S. 65, 67; *Hannöver*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.⁴, § 110 Rn. 55; *Lang/Balzer*, in: FS Nobbe, S. 639, 650; *Mülbert*,

Sachverzeichnis

- Absatzbegleitende Beratung 355, 382 ff.
Absatzförderung 260, 278 ff.
Abschlussvermittlung *s. Vermittlung*
Abwicklungs- und Verwaltungsrisiken 100
adverse selection *s. adverse Selektion*
Adverse Selektion 107 f., 326 f.
Agio 32 f., 43
Aleatorische Wertpapiergeschäfte 44 ff.
Allgemeine Geschäftsbedingungen 364 f.
Altruismus 3, 245
Anbahnungscharakter der Beratung 309
anchoring *s. Ankereffekt*
Ankereffekt 85
Anlage *s. Kapitalanlage*
Anlageberater als Verkäufer 307 f., 336
Anlageberatung
– als Alltagsgeschäft 109, 113
– als Intermediationsleistung 15
– durch Banken 23 ff., 26 f.
– durch Tochtergesellschaften *s. outsource Bankberatung*
– freie *s. freie Anlageberater und -vermittler*
– Interessen der Parteien 275 ff.
– unentgeltliche 243 f., 278 f.
Anlageberatungsvertrag *s. Beratungsvertrag*
Anlageentscheidung, eigenverantwortliche 10, 18 f.,
Anlageentscheidung, konkrete 281 f.
Anlegergerechte Beratung *s. objektgerechte Beratung*
Anlagevermittlung *s. Vermittlung*
Anlagevermögen 220 f.
Anleger
– als Verbraucher 71 f., 95
– aufklärungsfähiger 74 f., 79, 92, 94, 111
– Begriff 7 f.
– durchschnittlicher 70 f.
– mündiger 80 f.
– verständiger 69 f., 79
Anlegergerechte Beratung 270
Anlegerleitbild 68 ff., 88 ff., 205
Anlegerschutz, individueller 416 f., 422 f.
Anlegerschutzprinzip 341 f.
Anruchigkeit 194 f., 206, 215
Anscheinsbeweis 375 ff.
Anspruchskonkurrenz, freie 213
asset-backed-Derivate 86
Aufklärung, Begriff 8 ff.
Aufklärungsmodalitäten 233 ff., 251 f.
Aufklärungspflicht, Telos 16
Aufsichtsrecht 335, 394 ff., 403 ff., 469
Ausgabeaufschlag *s. Agio*
Auskunftsvertrag 313 ff.
Außenauftritt *s. Werbung*
Außenprovisionen 14
Ausstrahlungswirkung 418 ff., 464 f.

BaFin 414, 417, 461 f.
Bank
– als Empfängerin von Rückvergütungen 223 f.
– als Marktteilnehmerin 61
– Funktionen 20 f.
– Gewinnerzielungsinteresse 182
– Verdienstmöglichkeiten 29 ff., 59
Bankgeschäft, klassisches 29 f.
Bankunabhängige Berater und Vermittler *s. freie Anlageberater und -vermittler*
Barwert *s. Marktwert*
Bauherrenmodelle 261
behavioral finance-Forschung 80 ff., 88 ff., 93 f., 95 ff.
Beratung
– als Phänomen des Wirtschaftslebens 259 ff.
– Begriff 8 ff.

- Integrität der 184 ff.
- Beratungsentgelt *s. Honorar(beratung)*
- Beratungsintensität 351
- Beratungsmodelle, Verhältnis zueinander 464 ff.
- Beratungspflichten 258 ff.
- Beratungsqualität 280
- Beratungsvertrag 256 ff., 335
- Aufklärungspflichten im Bond-System 269 ff.
- Fälle selbständiger Beratungsverträge 256 ff.
- Fiktion 274 ff., 287 f.
- fiktionsloses Zustandekommen 342 ff.
- Interdependenz zu anderen Verträgen 303 ff.
- Pflichten 266 f.
- Rechtsnatur 267 ff.
- Vertragsschluss nach Bond 263 ff., 281 ff.
- Wertungswidersprüche 293 ff.
- Berufshaftung *s. Sachwalterhaftung*
- besonderes Interesse an Empfehlung 226
- best execution 105
- Bestandspflegeprovision 34
- Betriebsgeheimnisse 312 f.
- Beweislastumkehr 378 ff.
- Beweisnot 374
- Bindungen der Finanzintermediäre 241 ff.
- Bond-Urteil 262 ff.

- case law 114, 178, 254, 319
- churning *s. Spesenreiterei*
- CMS spread ladder swap *s. Swap-Urteil*
- counterparty risk *s. Kontrahentenausfallrisiko*
- credence good *s. Vertrauensgut*
- credit-default-swaps *s. Kreditderivate*
- cross-currency-swap *s. Zinswährungsswap*
- culpa in contrahendo (c.i.c.) 335, 382 ff.

- Darlehen 261, 283 f.
- Deliktsrecht 339, 452 ff.
- Depotgebühren 61
- Derivate 42 f., 44, 58
- Derivatemarkt 24
- Differenzmethode 447
- Discount-Broking 353
- Doppelnaturlehre 415, 425
- Doppelrolle 104 ff., 180
- Drei-Personen-Verhältnis 13 f., 194, 214 f., 224 ff., 240 f.
- Drittinteressen 195 f., 215
- Dualismus von Aufsichtsrecht und privatrechtlicher Vereinbarung 321 ff.

- economies of scale 21
- economies of scope 21
- Effektengeschäfte 23 ff., 69
- Effizienzsteigerung 423 f.
- Eigengeschäft 27 ff., 104
- Eigenhaftung 385 ff.
- Eigenhandel 27 ff., 104
- Eigeninteresse 9, 282 f., 361 f., 385
- Eigenkapitalbeschaffungskosten 220, 227 f., 229
- Eigenverantwortung 98 f., 471 ff.
- Einbehalten *s. Zahlungsweg*
- Einstrukturierung von Gewinninteressen 184 ff., 207 ff.
- Empfehlungen, persönliche 11
- Europäisierung 460 f., 475 f.
- execution only 354
- Expertenhaftung *s. Sachwalterhaftung*

- Fachkompetenz 260, 265, 282
- Fallgruppenrechtsprechung 181
- Falschangaben 197
- Festpreisgeschäft 27 f.
- financial engineering 47
- Finanzanalysten 20
- Finanzberatung, Besonderheiten bei 288 ff.
- Finanzdienstleister, Begriff 12 f.
- Finanzdienstleistungen, Begriff 12 f.
- Finanzdienstleistungsinstitute *s. Finanzdienstleister*
- Finanzintermediäre 20 ff., 109 f.
- Finanzintermediationspreis 199, 324
- Finanzkommissionsgeschäft *s. Kommissionsgeschäft*
- Finanzmarkt
 - Begriff 16
 - Funktionen 16 ff.
 - Finanzmarktkrise 1
- Finanzprodukte 8
- Finanzunternehmen *s. Finanzdienstleister*

- Finanzvermittler *s. freie Anlageberater und -vermittler*
- Fondsshops 398
- framing *s. Rahmungseffekt*
- free ride-Effekt 86
- Freie Anlageberater und -vermittler
- Abgrenzung 223 f., 242 ff., 298 ff.
 - Bindungen 66 f., 241
 - Tätigkeiten 63 ff.
 - Verdienstmöglichkeiten 65 ff.
- Freier Anlageberater-I 133 f.
- Freier Anlageberater-II 136
- Freier Anlageberater-III 136 ff.
- Freier Anlageberater-IV 145
- Freier Anlageberater-V 155 f.
- Freier Anlageberater-VI 156 f.
- Freier Anlageberater-VII 164 ff.
- Freier Anlageberater-VIII 169 f.
- Freier Anlageberater-IX 170
- Fristentransformation 18
- Geeignete Gegenparteien 78
- Geeignete Produkte 326 f.
- Gefährdung von Kundeninteressen 192, 203 f., 332, 391 f.
- Geschäftsabschluss bei Dritten 311 f., 451
- Geschäftsähnlicher Kontakt 388 f.
- Geschäftsbesorgungsverhältnis 245, 356 ff.
- Geschäftsbeziehung, dauernde 242
- Gewährleistungsregime 258 f., 260
- Gewinnerzielungsinteresse 182, 184 f.
- Gewinnmarge *s. Marge*
- Glücksspiel 44 ff., 190
- Grauer Kapitalmarkt 63
- Großer Senat für Zivilsachen 251
- Grundgeschäft 189, 335 ff., 384 ff.
- Haftungsautomatismus 3
- Handelsspanne *s. Marge*
- Honorar(beratung) 35 f., 62, 93, 342 ff.
- homo oeconomicus 69 f., 81, 92
- hindsight bias *s. Rückschaufehler*
- Herdenverhalten 86
- hidden intentions 106
- hidden information 327 f.
- Herausgabepflicht 197, 358 f.
- Hausbank 247 f.
- Haftungsrisiko 279
- Hauseigene Produkte 295 f.
- Honoraranlageberatungsgesetz (HABG) 365 ff.
- Honorar-Anlageberater 366 f.
- Honorar-Finanzanlagenberater 367 f.
- Haftungsprozess
- bei vertraglicher Beratung 369 ff.
 - bei absatzbegleitender Beratung 438 ff.
- Haftungsausfüllende Kausalität *s. Kausalität*
- Harmonisierungsintensität von MiFID und MiFID-DRL 406 ff.
- Haftungsausuferung 445, 446 ff.
- Hedging 7, 8, 39 ff., 51, 53, 184, 190, 209, 293
- Ille-Urteil *s. Swap-Urteil*
- Individualanlegerschutz *s. Anlegerschutz, individueller*
- Individualpublizität 3, 19
- Information overload 19, 22, 86 f.
- Informationsasymmetrie 3, 8, 21 ff., 30, 61, 80, 106 ff., 301, 322 f., 352, 391
- Informationsbegriff 8 ff.
- Informationsintermediäre 19 f.
- Informationsmodell 16, 79, 90 f., 92, 96 f., 333 f.
- Informationsrisiko 101 f.
- Informationstransformation 18 ff.
- Inhaberschuldverschreibungen *s. Zertifikate*
- Innenprovisionen 14, 227 ff.
- Innenprovisionen-I 118 ff.
- Innenprovisionen-II 122 f.
- Innenprovisionen-III 125 f.
- Innenprovisionen-IV 127 f.
- Innenprovisionen-V 175 ff.
- Integrität der Beratungsleistung 184 ff., 189, 207, 289
- Interessenkonflikte 102 ff.
- abstrakte 182, 205 f., 212
 - allgemeine *s. Umsatzinteresse*
 - aufgrund Drittinteressen 102 ff., 429 ff.
 - Aufsichtsrechtliche Adressierung 395 ff., 399
 - Ebenen 182, 212
 - jenseits von Eigeninteressen 104 ff., 431 ff.
 - Schutz vor 178 ff., 203 ff.

- schwerwiegende 180 ff., 392
- systembedingte 292 f.
- Interessenvertretungsrisiken 101
- Interventionsspirale 110
- Investitionsentscheidung 276, 283, 347
- Investitionsrisiko 3, 99
- Investment 8

- Kapitalanlage 8, 99
- Kapitalanlagerechtliches Transparenzgebot 193, 201 f., 210 f.
- KapMuG-Verfahren 462 f.
- Kassainstrumente 40
- Kausalität 374 ff., 450
- Kausalitätsvermutung *s. Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens*
- Kick-Back-I 115 ff.
- Kick-Back-II 123 ff.
- Kick-Back-III 128 f.
- Kick-Back-IV 130 f.
- Kick-Back-V 131 f.
- Kick-Back-VI 135
- Kick-Back-VII 138 ff.
- Kick-Back-VIII 145 f.
- Kick-Back-IX 146 f.
- Kick-Back-X 157 f.
- Kick-Back-XI 166 f.
- Kick-Back-XII 172 ff.
- Kick-Back-Rechtsprechung
 - Legitimationsgrundlage 113 ff.
 - Urteilsbezeichnungen 14 (Fn. 62)
- Kick-backs 14, 32
- Kleinanleger 76
- know your customer 270
- know your merchandise 270
- Kollusion 196
- Kommissionsgeschäft 24 f., 337
- Komplexe Produkte 188 f.
- Kontoführungsgebühren 61
- Kontrahentenausfallrisiko 99
- Konzernkonstellationen 250, 297 f.
- Kostentransparenz 221, 397 f., 399 ff.
- Kreditderivate 55 ff.
- Kreditgeschäft, Aufklärungspflichten im 390 ff.
- Kunde, Begriff 7 f., 78 f.
- Kundenakquise 260
- Kundenerwartungen 67, 249 f., 280 f., 349 f.
- Kundeninteressenwahrnehmung, alleinige 196, 267, 277, 295 f., 319, 321, 359 ff., 364,
- Kundenleitbild *s. Anlegerleitbild*

- Legitimation des Rechtsprechungskonzepts 256 ff.
- Lehman Brothers I, 84, 85, 114
- Lehman-I 150 ff.
- Lehman-II 155
- Lehman-III 158 ff.
- Lehman-IV 162
- Lehman-V 162 ff.
- Lehman-VI 164
- Lehman-VII 167 ff.
- Lehman-VIII 169
- Lehman-IX 170 ff.
- Losgrößentransformation 18
- lost-chances-doctrine *s. Verlust einer Chance*

- Makler 66, 337 f.
- Marge 13, 28, 34, 36 ff., 57 f., 62, 186 f., 214, 236
- Margenaufklärung 303 f.
- market for lemons *s. Markt für Zitronen*
- market making 104
- Markt für Zitronen 326 f.
- Marktineffizienzen 323 ff., 342
- Marktteilnehmer 20, 69
- Markttransparenz 199 ff.
- Marktverhaltensrecht 75 ff.
- Marktversagen 326 f.
- Marktwert, negativer *s. negativer Marktwert*
- Marktwirtschaft 109, 243, 297, 305, 329
- Marktzugang 40 ff., 51, 57 f., 59, 61 f.
- Mehrfachvertreter 66
- MiFID 368 f., 403 ff., 409 f., 417 f.
- MiFID II 94, 368 f., 412, 439
- Mitverschulden des Anlegers 371
- Monte-Carlo-Effekt 84
- moral hazard 327 f.

- negativer Marktwert 13, 37 ff., 185, 187, 209 f., 215
- Neutralität 191, 192 f., 204 ff., 215, 360

- Objektgerechte Beratung 270 ff.
 Offen ausgewiesene Innenprovisionen 230 ff.
 Offenkundigkeit von Eigeninteressen 67 f., 74, 98 f., 191, 211, 212 ff., 224 f., 254 f., 302, 310, 344 f.
 Offensichtlichkeit von Eigeninteressen
s. Offenkundigkeit von Eigeninteressen
 Ökonomische Notwendigkeit von Aufklärungspflichten 322 ff.
 Opportunismusprämie 331
 Opportunistisches Verhalten 327 f.
 Optionen/Optionsscheine 57
 Ordnungspolitik 200 f.
 Outgesourcte Bankberatung 248 ff., 297 f.
 over-the-counter (OTC) 24, 26, 29, 36, 44
- private enforcement 4, 412, 458 ff.
 Privatkunde 76, 78, 95
 private banking 24, 249
 Platzierungsprovision 32 f.
 Professionelle Kunden 78
 prospect theory 83
 overconfidence *s. Selbstüberschätzung*
 Paternalismus 93, 97 f., 477 ff.
 Prospekt 96, 182, 191, 233 f., 237, 401
 Privatautonomie 98, 368, 471 ff.
 principal-agent-Konflikt 107 f., 327 f.
 Preiswettbewerb 200 f.
 Produktintermediation 209 f.
 Produktarten 238 f.
 Pflichtenvermischung 294
 Pflichtverletzung trotz Aufklärung 301 f.
 Preisunsicherheit 324 f.
 Produktive Informationen 329 f.
 Parteienanhörung 379 f.
 Parteivernehmung 379 f.
 Produktinformationsblätter 398
 Pflichtenvereinheitlichung 423 f.
 Proportionalhaftung *s. Verlust einer Chance*
 public enforcement 461 f.
 Provisionen 13, 31 ff., 62
- Qualitätsunsicherheit 325 ff., 331 ff.
 Quellenanknüpfung 219 ff.
 Quersubventionierung 243 ff.
- Rabatte 34 f., 431 ff.
 Rahmungseffekt 83, 85
 Ratingagenturen 20
 rational choice-Theorie 80, 96
 Rationalität
 – eingeschränkte 81 f.
 – Mindestmaß 216
 reasonable investor *s. Anleger, verständiger*
 Rechtliches Gehör 381
 Rechtsanwälte 257 f.
 Rechtsbindungswille 274 ff.
 Rechtsgrundlagen für Aufklärungspflichten 239 f.
 Rechtsirrtum 370 f.
 Rechtspolitik 97, 200
 Rechtsprechungskonzept 252 f., 469 ff.
 Rechtssicherheit 178, 183, 421 f., 428 f., 473 f.
 Regulierung durch Rechtsprechung 290
 Repräsentativitätsheuristik 84 f.
 Retail-Markt 24
 Retrozessionen 14
 Risiken bei der Finanzintermediation 100 ff.
 Risikotransformation 18
 Rollenüberschreitung 352, 392
 Rückfluss *s. Zahlungsweg*
 Rückschaufehler 85, 108
 Rückvergütungen
 – Abgrenzung zu Innenprovisionen 218 ff.
 – Begriff und Definition 14, 219 ff.
 – Rechtsprechungsänderung 230 ff.
- Sachwalterhaftung 386 ff.
 scalping 104
 Schaden bei fehlerhafter Beratung 372 ff., 441 ff., 450 f.
 Schmiergeldähnlichkeit 194 f., 206, 225
 Schutzgesetze 453 ff.
 Schutzmodell 74 ff., 91, 98 f., 216
 Selbstüberschätzung 83 f.
 soft commissions 35
 Spekulation 45 f., 50 ff., 189 f.
 Spekulative Produkte 189 f.
 Spesenreiterei 100, 105 f.
 Spiel *s. Glücksspiel*
 Spielabsicht 50 ff.
 Spieleinwand 47
 Steuerberater 256 ff.

- Strukturvertrieb 64
 Subordination 280, 467
 subprime loans 85
 Substanzerhaltungsrisiko 100
 Swap-Geschäft 28 f., 52 ff.
 Swap-Urteil 141 ff.
- Tatbestandsmodell, gesetzliches 427 ff.
 Täuschung 181 ff., 191, 197, 204 ff.
 Telos der Aufklärungspflichten 178 ff.
 Termingeschäfte 24, 44 ff., 52 f.
 Transaktionskosten 21, 81 f., 86
 Transparenz 19
 Transparenzgebot *s. kapitalanlagerechtlisches Transparenzgebot*
 Treuebruch 194 f., 205
 Typisierung 67 f., 88 f., 216, 246 ff., 299 f., 466
- Überkompensation 448 f.
 Umsatzabhängigkeit 222, 378
 Umsatzinteresse 40, 179 f., 203 f., 208, 210
 Unabhängigkeit 347 ff.
 Uneigennützigkeit 244
 Universalbankensystem 20, 23, 65
 Unkenntnis, vorwerfbare 216 f.
- Verbraucherleitbild 73 f.
 Verbraucherschutz 341
 Verdeckte Umsatzinteressen 190 f., 209 f., 215
 Verfassungsrecht 340 f.
 Verfügbarkeitsheuristik 84 f.
 Verhaltensanomalien 82 ff., 92 f.
 Verlust einer Chance 441 ff.
 Vermittlung
 - Abschlussvermittlung 25
 - als Intermediationsleistung 11 f., 17 f., 58, 62, 258 f.
 - Anlagevermittlung 25
 - Begriff 11 f.
 Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens 375 ff., 439 ff.
 Verschulden 370 ff.
- Vertraglich gebundene Vermittler 66, 250
 Vertragsverhandlungen 383
 Vertragswidrige Interessenkonflikte 223, 291 f., 301 f.
 Vertrauen 192, 289, 351 f., 386 f., 387 f.
 Vertrauensgüter 325 f.
 Vertrauensprämie 330, 331
 Vertrauensschutz 328 ff.
 Vertriebsserfolgsvergütung 32 f.
 Vertriebsfolgeprovision 34
 Vertriebsprovisionen, sonstige 236
 Vertriebsvergütungen 105 f.
 Vorlage an den EuGH 436 f.
 Vorlaufen 100
- Wahrscheinlichkeitsanomalie 84 f.
 Weiche Kosten 121, 198
 Werbung 243, 346 ff.
 Werthaltigkeitsschutz 198, 202 f., 300
 Wertpapierdienstleistungsunternehmen *s. Finanzdienstleister*
 Wette 45
 Wetteinsatz 185
 Wettgewinne 44 ff.
 Wissensvorsprung *s. Informationsasymmetrie*
 Wohlverhaltenspflichten 347 f., 403 ff., 413 ff., 424, 454 ff.
- Zahlungsweg 222 f.
 Zertifikate 46 ff.
 Zertifikatevertrieb 186
 Zinsswaps 52 ff.
 Zinswährungsswaps 54 f.
 Zuführungsprovision 33
 Zusätzliche Umsatzinteressen *s. verdeckte Umsatzinteressen*
 Zustimmung des Kunden 361 ff.
 Zuwendungen 429 ff.
 Zwei-Personen-Verhältnis 28, 194, 208, 214 f., 240 f., 294 f.
 Zwei-Stufen-Modell 435
 Zweitberatung 353 f.