

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 73

# Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung

Eine Studie zum europäischen, deutschen  
und englischen Recht

Von

Holger Schelling



Duncker & Humblot · Berlin

HOLGER SCHELLING

Vergütungssysteme und Interessenkonflikte  
in der Anlageberatung

# Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 73

# Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung

Eine Studie zum europäischen, deutschen  
und englischen Recht

Von

Holger Schelling



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover  
hat diese Arbeit im Jahre 2012 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2013 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin  
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-14067-1 (Print)  
ISBN 978-3-428-54067-9 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-84067-0 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2012/2013 an der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover als Dissertation angenommen. Sie wurde im Juli 2012 abgeschlossen. Rechtsprechung und Literatur konnten aber noch bis Februar 2013 berücksichtigt werden.

Mein ganz besonderer Dank gilt Frau Professorin Dr. Petra Buck-Heeb. Ihr danke ich für die hervorragende Betreuung meiner Arbeit, angefangen von der Konkretisierung des Themas und den zahlreichen inspirierenden Gesprächen, die ich mit ihr führen durfte, bis hin zu der schnellen Erstellung des Erstgutachtens. Herrn Professor Dr. Stephan Meder danke ich für die zügige Anfertigung des Zweitgutachtens.

Frankfurt am Main, im April 2013

*Holger Schelling*



## Inhaltsübersicht

<b>§ 1 Gegenstand und Gang der Untersuchung</b> .....	23
A. Interessenkonflikte im Rahmen des zuwendungs-basierten Vergütungs-systems .....	24
B. Die besondere Schutzbedürftigkeit des Anlegers .....	29
C. Ziel und Gang der Untersuchung .....	33
<b>§ 2 Die Anlageberatung als Geschäftsbesorgungsverhältnis nach deutschem Recht und fiduciary relationship nach englischem Recht</b> .....	37
A. Das Geschäftsbesorgungsverhältnis nach deutschem Recht .....	37
B. Fiduciary obligations nach englischem Recht .....	70
C. Zusammenfassung und Vergleich .....	83
<b>§ 3 Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Annahme von Zuwendungen im deutschen und englischen Recht</b> .....	85
A. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Annahme von Zuwendungen in Deutschland .....	85
B. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für die Entgegennahme von Zuwendungen in Großbritannien .....	113
C. Zusammenfassung und Vergleich .....	131
<b>§ 4 Das Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht nach deutschem und englischem Recht</b> .....	138
A. Die Wechselbeziehung zwischen aufsichts- und zivilrechtlichen Anforderungen an das Verhalten des Anlageberaters .....	138
B. Die Bedeutung von aufsichtsrechtlichen Vorschriften bei der Konkretisierung zivilrechtlicher Offenlegungspflichten nach englischem Recht .....	161
C. Zusammenfassung und Vergleich .....	173
<b>§ 5 Die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten nach der Kick-Back-Rechtsprechung des BGH</b> .....	177
A. Ziel der nachfolgenden Rechtsprechungsanalyse .....	178
B. Die Grundlagen der Kick-Back-Rechtsprechung in der Entscheidung vom 19. Dezember 2000 .....	179
C. Die Pflicht zur Offenlegung von sogenannten „Rückvergütungen“ .....	180
D. Die Offenlegungspflichten des „freien“ Anlageberaters .....	184
E. Der Versuch einer begrifflichen Abgrenzung zwischen „Rückvergütungen“ und „Innenprovisionen“ .....	190
F. Gewinnmargen im Festpreisgeschäft .....	202

G. Gewinnmargen ohne Drittbezug: Das „Swap“-Urteil des BGH vom 22. März 2011 .....	224
H. Bewertung der Kick-Back-Rechtsprechung im Kontext des Verhältnisses von aufsichtsrechtlicher Praxis und Zivilrecht .....	238
I. Zusammenfassung und Bewertung .....	254
<b>§ 6 Der Kausalitätsnachweis bei Verschweigen eines offenlegungspflichtigen Interessenkonflikts .....</b>	<b>259</b>
A. Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens .....	260
B. Adäquanz .....	280
C. Zusammenfassung .....	282
<b>§ 7 Die Bedeutung der Kick-Back-Rechtsprechung für den Vertrieb von Versicherungsprodukten .....</b>	<b>284</b>
A. Offenlegungspflichten des Versicherers? .....	285
B. Die Versicherungsvermittlung als Geschäftsbesorgung für den Versicherungsnehmer .....	288
C. Zusammenfassung .....	300
<b>§ 8 Das Verbot von Zuwendungen als Alternative zur Offenlegung .....</b>	<b>302</b>
A. Der Anlegerschutz durch Information und seine ökonomischen Grundlagen .....	303
B. Grenzen des Anlegerschutzes durch Information .....	306
C. Anlegerschutz und Verbraucherschutz .....	319
D. Das Verbot von Zuwendungen in Großbritannien .....	322
E. Die Entwicklung der europäischen Regulierung von Zuwendungen: Von der Duldung über die Offenlegung zum Verbot .....	333
F. Honorarberatung als Alternative zum bestehenden Vergütungssystem in Deutschland? .....	339
<b>§ 9 Zusammenfassende Thesen .....</b>	<b>354</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>363</b>
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>393</b>

# Inhaltsverzeichnis

<b>§ 1 Gegenstand und Gang der Untersuchung</b> .....	23
A. Interessenkonflikte im Rahmen des zuwendungsbasierten Vergütungs- systems .....	24
I. Interessenkonflikt bei der Auswahl des empfohlenen Produkts .....	24
II. Interessenkonflikt bei der Zusammenstellung des Beratungsprogramms	25
III. Interessenkonflikt hinsichtlich der Häufigkeit des Produktwechsels ....	28
B. Die besondere Schutzbedürftigkeit des Anlegers .....	29
C. Ziel und Gang der Untersuchung .....	33
<b>§ 2 Die Anlageberatung als Geschäftsbesorgungsverhältnis nach deutschem Recht und fiduciary relationship nach englischem Recht</b> .....	37
A. Das Geschäftsbesorgungsverhältnis nach deutschem Recht .....	37
I. Zum Begriff der Geschäftsbesorgung im Sinne des § 675 Abs. 1 BGB	38
1. Der Streit zwischen der sogenannten „Einheitstheorie“ und der so- genannten „Trennungstheorie“ .....	39
a) Die Einheitstheorie .....	40
b) Die Trennungstheorie .....	43
2. Das Geschäftsbesorgungsverhältnis als besonderer Interessenstruk- turtyp .....	44
II. Das Pflichtenprogramm des Geschäftsbesorgers: Sorgfältige und fach- kundige Wahrnehmung des fremden Geschäfts sowie Loyalität .....	45
1. Pflicht zur sorgfältigen und fachkundigen Wahrnehmung des frem- den Geschäfts .....	46
2. Loyalitätspflicht, insbesondere die Pflicht zur Vermeidung oder Offenlegung von Interessenkonflikten .....	46
3. Schadensersatzpflicht bei unterlassener Vermeidung oder Offen- legung von Interessenkonflikten .....	48
4. Die Bedeutung der Herausgabe- und Rechenschaftspflichten (§§ 675 Abs. 1, 666, 667 BGB und § 384 Abs. 2 HGB) für die ge- schäftsbesorgungrechtliche Interessenwahrungspflicht .....	49
a) Konkretisierung des Merkmals „aus der Geschäftsbesorgung er- langt“ .....	50
aa) Effektenbonifikationen und Großhandelsboni .....	50
bb) „Schmiergelder“ .....	52
b) Ausschluss der Herausgabepflicht bei Vertriebsprovisionen ....	53
III. Der Anlageberatungsvertrag als Geschäftsbesorgungsvertrag mit dienst- oder werkvertraglichen Elementen .....	54

1. Anlageberatung als Geschäftsbesorgung .....	54
2. Dienst- und werkvertragliche Elemente des Anlageberatungsvertrags .....	57
3. Die Diskrepanz zwischen dem Erfordernis der anleger- und objektgerechten Beratung und der geschäftsbesorgungsrechtlichen Loyalitätspflicht .....	59
4. Zur Kritik an der Rechtsfigur eines selbständigen Beratungsvertrags	62
a) Die Bedeutung des Rechtsbindungswillens .....	63
b) Die Eigenständigkeit des Anlageberatungsvertrags als Geschäftsbesorgungsverhältnis .....	66
5. Abgrenzung zur Anlagevermittlung .....	68
B. Fiduciary obligations nach englischem Recht .....	70
I. Entstehung und Inhalt der fiduciary obligations .....	71
1. Statusbezogene fiduciary relationships .....	72
2. Entstehung von fiduciary relationships durch Übernahme einer Interessenwahrungspflicht .....	72
3. Entstehung einer fiduciary relationship aufgrund der tatsächlichen Einwirkungsmöglichkeit auf den Rechtskreis des beneficiary .....	74
4. Fiduciary obligations bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen	75
II. Die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten .....	76
1. Abdingbarkeit durch informed consent .....	77
2. Anforderungen an einen informed consent im Fall von Provisionszahlungen .....	78
III. Rechtsfolgen bei einem Verstoß gegen fiduciary obligations durch unterlassene Aufklärung .....	81
C. Zusammenfassung und Vergleich .....	83
<b>§ 3 Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Annahme von Zuwendungen im deutschen und englischen Recht .....</b>	<b>85</b>
A. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Annahme von Zuwendungen in Deutschland .....	85
I. Die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und ihre Umsetzung im WpHG .....	86
1. Die Wohlverhaltensrichtlinien des BAWe .....	87
2. Die Praxis der Vertriebsprovisionen und ihre Tolerierung durch BAWe und BaFin .....	89
II. Die Vorgaben der MiFID und ihre Umsetzung in Deutschland .....	91
1. Anwendungsbereich des § 31 d WpHG .....	92
2. „Zuwendung“ im Sinne des § 31 d Abs. 2 WpHG .....	92
a) Das Erfordernis eines Zusammenhangs mit Wertpapierdienstleistungen .....	93
aa) Bestandsprovisionen .....	93
bb) Platzierungsprovisionen .....	94

b) Gewinnmargen, insbesondere Rabatte auf den Emissionspreis bei dem Vertrieb von Zertifikaten .....	95
c) Die Ausnahme für Leistungen im Auftrag des Kunden (§ 31 d Abs. 1 S. 2 WpHG) .....	97
3. „Dritter“ im Sinne des § 31 d Abs. 1 WpHG .....	100
4. Das Erfordernis der Qualitätsverbesserung gem. § 31 d Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 1. Alt. WpHG .....	100
a) Das Merkmal „ausgelegt“ .....	101
b) Die Vermutung zugunsten einer Qualitätsverbesserung im 39. Erwägungsgrund der MiFID-DRiL .....	102
c) Die eigenständige Bedeutung des Erfordernisses einer Qualitätsverbesserung .....	103
5. Verbot der Beeinträchtigung von Kundeninteressen (§ 31 d Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 2. Alt. WpHG) .....	104
6. Die Offenlegungspflicht gem. § 31 d Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	106
7. Die Ausnahme für Gebühren und Entgelte (§ 31 d Abs. 5 WpHG) ..	107
III. Organisationsvorschriften, insbesondere zu Vertriebsvorgaben .....	108
IV. Spezialvorschriften für den Vertrieb von Fondsanteilen .....	110
1. Offenlegungspflicht nach § 41 Abs. 5, 1. HS InvG .....	110
2. Offenlegungspflichten nach der InvVerOV .....	111
a) § 26 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 InvVerOV .....	111
b) § 26 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 1 InvVerOV .....	112
B. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für die Entgegennahme von Zuwendungen in Großbritannien .....	113
I. Die Bedeutung der „packaged products“ für die Entwicklung des britischen Aufsichtsrechts .....	113
1. Zum Begriff der „packaged products“ .....	114
2. Der funktionale Zusammenhang zwischen Anlegerschutz und Wettbewerbspolitik bei der Regulierung der packaged products .....	115
II. Rechtsgrundlagen der britischen Finanzmarktaufsicht .....	117
1. Die Selbstregulierung auf der Grundlage des Financial Services Act 1986 .....	117
2. Der Financial Services and Markets Act 2000 .....	118
3. Die beabsichtigte institutionelle Reform der Kapitalmarktaufsicht ..	120
III. Vorschriften zur Vermeidung und Offenlegung von Interessenkonflikten .....	121
1. Das Gebot der Vermeidung von Interessenkonflikten nach dem Financial Services and Markets Act 1986 .....	121
2. Statusbezogene Aufklärungspflichten .....	123
a) Die Unterscheidung zwischen independent advisers und tied agents im Rahmen der polarisation .....	123

b) Die Zulassung von multi-tied agents im Rahmen der depolarisation .....	124
IV. Vorschriften zur Offenlegung von Zuwendungen .....	125
1. Allgemeine Informationen über Provisionen .....	125
a) Das menu und die Angabe der marktüblichen Provision (market average commission) .....	126
b) Das (combined) cost and services disclosure document .....	127
2. Produktbezogene Offenlegungspflichten .....	128
a) Die Einführung von produktbezogenen Offenlegungspflichten in den Jahren 1995 und 1997 .....	128
b) Die Pflicht zur Offenlegung des commission equivalent .....	129
c) Die Notifizierung der über die Anforderungen der MiFID-DRiL hinausgehenden Anforderungen .....	129
C. Zusammenfassung und Vergleich .....	131
I. Unterschiede in den rechtlichen Anforderungen an die Entgegennahme und Gewährung von Zuwendungen .....	132
II. Unterschiede in der Rolle der Aufsichtsbehörde bei der Fortentwicklung des Anlegerschutzes .....	135
<b>§ 4 Das Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht nach deutschem und englischem Recht .....</b>	<b>138</b>
A. Die Wechselbeziehung zwischen aufsichts- und zivilrechtlichen Anforderungen an das Verhalten des Anlageberaters .....	138
I. Doppelnatur der Wohlverhaltensregeln? .....	141
1. Überblick über den Meinungsstand .....	141
2. Die Theorien zur Abgrenzung von öffentlichem und privatem Recht .....	143
3. Das Erfordernis der Norminterpretation .....	145
a) Wortlaut der §§ 31 ff. WpHG .....	146
b) Wille des Gesetzgebers .....	146
aa) Umsetzung der MiFID .....	146
bb) Die Bedeutung des § 37a WpHG a.F. ....	148
cc) Gesetzesbegründung zum zweiten Finanzmarktförderungsgesetz .....	149
c) Systematische Auslegung .....	149
4. Ergebnis .....	150
II. Europarechtlich erforderlicher Gleichlauf zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht .....	151
III. §§ 31 ff. WpHG als Schutzgesetze i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB? .....	154
IV. Die sogenannte „Ausstrahlungswirkung“ des Aufsichtsrechts auf das Zivilrecht .....	156
1. Anlegerschutz und Rechtssicherheit als Ziel der sogenannten „Ausstrahlung“ .....	156
2. Die dogmatische Begründung einer „Ausstrahlungswirkung“ .....	157

a)	Vertragliche Nebenpflichten .....	158
b)	Berücksichtigung bei der Auslegung von Generalklauseln und bei der Konkretisierung des Interessenwahrungsgebots .....	158
c)	Verkehrssitte (§ 157 BGB) .....	159
B.	Die Bedeutung von aufsichtsrechtlichen Vorschriften bei der Konkretisierung zivilrechtlicher Offenlegungspflichten nach englischem Recht .....	161
I.	Die Empfehlungen der Law Commission zur Harmonisierung von Aufsichts- und Zivilrecht .....	162
1.	Das Verhältnis von fiduciary law und Aufsichtsrecht – unterschiedliche Interpretationsmöglichkeiten .....	163
a)	Das „zivilrechtliche Modell“ .....	163
b)	Das „öffentlich-rechtliche“ Modell .....	166
c)	Das „Hybridmodell“ und die Bedeutung der „implied terms“ ...	169
2.	Die Entscheidung für eine Harmonisierung von zivil- und aufsichtsrechtlichem Anlegerschutz .....	170
C.	Zusammenfassung und Vergleich .....	173
I.	Die unterschiedliche Entwicklung des Verhältnisses von Zivil- und Aufsichtsrecht in Deutschland und in Großbritannien .....	173
II.	Die Vorteile des „britischen Modells“ .....	175
<b>§ 5</b>	<b>Die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten nach der Kick-Back-Rechtsprechung des BGH</b> .....	<b>177</b>
A.	Ziel der nachfolgenden Rechtsprechungsanalyse .....	178
B.	Die Grundlagen der Kick-Back-Rechtsprechung in der Entscheidung vom 19. Dezember 2000 .....	179
C.	Die Pflicht zur Offenlegung von sogenannten „Rückvergütungen“ .....	180
I.	Die Begründung der Pflicht zur Offenlegung von Zuwendungen nach der Kick-Back-II-Entscheidung .....	181
II.	Das Erfordernis der Offenlegung der konkreten Höhe der Rückvergütung .....	182
III.	Offenlegungspflicht für geschlossene Fonds .....	183
D.	Die Offenlegungspflichten des „freien“ Anlageberaters .....	184
I.	Die Entscheidungen vom 15. April 2010 und vom 3. März 2011 .....	185
II.	Wertungswiderspruch zur Kick-Back-II-Entscheidung .....	185
1.	Das Erfordernis der Offenlegung der genauen Höhe von Zuwendungen .....	186
2.	Die Bedeutung der „typisierenden“ Betrachtungsweise .....	187
3.	Erkundigungspflicht des Anlegers hinsichtlich der von ihm für eine eigenverantwortliche Entscheidung benötigten Informationen? ...	188
4.	Interessenabwägung mit dem „Geschäftsgeheimnis“ des Beraters? ..	189
E.	Der Versuch einer begrifflichen Abgrenzung zwischen „Rückvergütungen“ und „Innenprovisionen“ .....	190

I.	„Innenprovisionen“ in der Rechtsprechung vor der Kick-Back-II-Entscheidung .....	190
II.	Der Abgrenzungsversuch des BGH in dem Urteil vom 27. Oktober 2009 .....	191
III.	Die Stellungnahmen in der Literatur .....	193
IV.	Abgrenzungsversuche in der weiteren Rechtsprechung des BGH .....	196
	1. Die Unterscheidung zwischen offen ausgewiesenen und „versteckten“ Kosten .....	196
	2. Stellungnahme .....	198
	a) Die Irrelevanz einer Differenzierung zwischen „Rückvergütungen“ und „Innenprovisionen“ im Bereich der Anlageberatung ..	199
	b) Keine Offenlegungspflicht des Beraters bei zutreffender Angabe der Provisionshöhe im Prospekt .....	201
F.	Gewinnmargen im Festpreisgeschäft .....	202
	I. Entwicklung der instanzlichen Rechtsprechung und Auffassungen in der Literatur .....	202
	II. Die Entscheidungen des BGH vom 27. September 2011 .....	203
	1. Die Ablehnung einer Offenlegungspflicht durch den BGH .....	204
	2. Stellungnahme .....	205
	a) Besondere Gefährdung des Kundeninteresses im Fall des Festpreisgeschäfts .....	205
	b) Die zeitliche Abfolge von Beratung und Kauf .....	207
	c) Widerspruch zur Kick-Back-II-Entscheidung .....	208
	d) Die Interdependenz zwischen Beratungs- und Kaufvertrag als untaugliches Kriterium für die Bestimmung von Offenlegungspflichten .....	208
	e) Die Bedeutung der „gesetzgeberischen Grundentscheidung“ für den Beratungsvertrag .....	214
	f) Fehlender Drittbezug? .....	215
	g) Unzutreffende Qualifizierung als „Eigengeschäft“ .....	216
	h) Das Argument der „Offenkundigkeit“ der Gewinnerzielungsabsicht .....	220
	3. Bedeutung der Entscheidung für Sachverhalte, auf die § 31 d WpHG anwendbar ist .....	221
	III. Die Folgerechtsprechung vom 26. Juni 2012 und vom 16. Oktober 2012 .....	222
G.	Gewinnmargen ohne Drittbezug: Das „Swap“-Urteil des BGH vom 22. März 2011 .....	224
	I. Gewinnmargen und Interessenkonflikte im Swap-Geschäft .....	224
	II. Das CMS Spread Ladder Swap-Urteil des BGH vom 22. März 2011 ..	227
	III. Stellungnahme .....	229

1. Keine Trennung der Anforderungen an eine anleger- und objektgerechte Beratung von der Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten .....	229
2. „Besondere Umstände“ als Hinweis auf unfaire Vertrags- oder Wertpapierbedingungen .....	231
3. Die Bedeutung des „negativen Marktwerts“ in der Folgerechtsprechung .....	234
H. Bewertung der Kick-Back-Rechtsprechung im Kontext des Verhältnisses von aufsichtsrechtlicher Praxis und Zivilrecht .....	238
I. Unvermeidbarer Rechtsirrtum? .....	239
1. Voraussetzungen eines unvermeidbaren Rechtsirrtums .....	239
2. Rechtsprechung zum Wertpapierkommissionsrecht aus den Jahren 1989 und 1990 .....	240
3. Entscheidungen des Reichsgerichts aus den Jahren 1899 und 1904 ..	241
4. Offenlegungspflichten nach der Literatur .....	243
5. Die Wohlverhaltensrichtlinien des BAWe und der BaFin .....	244
6. Die Bedeutung der sogenannten „Schwellenwertrechtsprechung“ ..	246
7. Zusammenfassung .....	248
II. Verfassungswidrige Rückwirkung? .....	248
III. Provisionsfinanzierte Beratung als „Verkehrssitte“ im Sinn des § 157 BGB .....	250
I. Zusammenfassung und Bewertung .....	254
<b>§ 6 Der Kausalitätsnachweis bei Verschweigen eines offenlegungspflichtigen Interessenkonflikts .....</b>	<b>259</b>
A. Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens .....	260
I. Voraussetzungen der Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens .....	262
II. Konsequenzen für die Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Zuwendungen .....	265
III. Beweislast für einen Entscheidungskonflikt im Fall ordnungsgemäßer Aufklärung? .....	266
IV. Der Schutzzweck der Aufklärungspflicht als Rechtfertigung einer Umkehr der Beweislast .....	268
1. Rechtsprechung außerhalb des Kapitalmarktrechts .....	268
a) Die Bastelwettbewerb-II-Entscheidung .....	269
b) Entscheidungen zum Arzthaftungsrecht .....	270
2. Die frühere Rechtsprechung des XI. Senats .....	272
3. Der Schutzzweck der verletzen Aufklärungspflicht als Grundlage der Beweislastumkehr .....	275
4. Die Vorteilsziehung als ergänzende normative Begründung einer Beweislastumkehr .....	276
B. Adäquanz .....	280
C. Zusammenfassung .....	282

<b>§ 7 Die Bedeutung der Kick-Back-Rechtsprechung für den Vertrieb von Versicherungsprodukten</b> .....	284
A. Offenlegungspflichten des Versicherers? .....	285
B. Die Versicherungsvermittlung als Geschäftsbesorgung für den Versicherungsnehmer .....	288
I. Die Unterscheidung zwischen Versicherungsvertretern, -maklern und -beratern .....	289
II. Der Versicherungsvertreter als Geschäftsbesorger des Versicherungsunternehmens .....	290
III. Der Versicherungsmakler als Geschäftsbesorger des Kunden .....	291
1. Das sogenannte „Doppelrechtsverhältnis“ .....	291
2. Pflicht zur Offenlegung von Provisionen? .....	295
a) Provisionsabgabeverbot .....	296
b) Die Provisionsvergütung des Versicherungsmaklers als Verkehrssitte .....	298
c) Vergleichbarkeit mit freien Anlageberatern .....	299
C. Zusammenfassung .....	300
<b>§ 8 Das Verbot von Zuwendungen als Alternative zur Offenlegung</b> .....	302
A. Der Anlegerschutz durch Information und seine ökonomischen Grundlagen .....	303
I. Grundlagen der Theorie rationalen Verhaltens (Rational-Choice-Modell) .....	304
II. Anlegerschutz auf der Grundlage des Rational-Choice-Modells .....	306
B. Grenzen des Anlegerschutzes durch Information .....	306
I. Information overload .....	306
II. Erkenntnisse der verhaltensökonomischen Kapitalmarktforschung (behavioral finance) .....	308
1. Ausgewählte Beispiele aus den Erkenntnissen der Verhaltensökonomie .....	309
2. Studien über die Auswirkung von Zuwendungen und deren Offenlegung .....	312
III. Die Bedeutung empirischer Erkenntnisse über das Anlegerverhalten für die Weiterentwicklung des Anlegerschutzes .....	315
1. Kontextabhängigkeit und deskriptiver Charakter verhaltensökonomischer Erkenntnisse .....	315
2. Rechtfertigung eines interventionistischen Anlegerschutzes .....	317
C. Anlegerschutz und Verbraucherschutz .....	319
D. Das Verbot von Zuwendungen in Großbritannien .....	322
I. Empirische Belege für die Unzulänglichkeit der britischen Vorschriften zur Offenlegung von Interessenkonflikten .....	322
II. Das Erfordernis der „customer agreed remuneration“ .....	326
III. Die aufsichtsrechtliche Unterscheidung verschiedener Arten der Anlageberatung .....	328

1. Unterschiedliche Arten der Anlageberatung und ihre Bedeutung für das Aufsichtsrecht .....	328
2. „Berater“ und „Verkäufer“ .....	329
3. Die Unterscheidung zwischen „independent advisers“ und „restricted advisers“ .....	330
IV. Die Erstreckung der neuen Rahmenbedingungen auf alle Finanzprodukte für Privatanleger .....	331
V. Das Erfordernis der customer agreed remuneration bei Banken .....	332
E. Die Entwicklung der europäischen Regulierung von Zuwendungen: Von der Duldung über die Offenlegung zum Verbot .....	333
I. Der MiFID2-Entwurf vom 20. Oktober 2011 .....	335
II. IMD2 .....	337
F. Honorarberatung als Alternative zum bestehenden Vergütungssystem in Deutschland? .....	339
I. Staatliche Förderung der Honorarberatung .....	339
1. Aktuelle politische Initiativen zur Stärkung der Honorarberatung ..	339
2. Der Entwurf eines Gesetzes zur Honorarberatung .....	340
3. Gründe für eine staatliche Förderung der Honorarberatung .....	342
a) Vor- und Nachteile der Honorarberatung .....	342
b) Marktversagen als Rechtfertigung staatlicher Maßnahmen zur Förderung der Honorarberatung .....	345
4. Einschätzung der Erfolgsaussichten .....	346
a) Staatliche Werbung für Honorarberatung .....	347
b) Einführung von Nettotarifen in der Versicherungswirtschaft ....	348
c) Verschärfung der Offenlegungspflichten, insbesondere bei der Versicherungsvermittlung .....	348
II. Verbot von Zuwendungen nach britischem Vorbild .....	349
1. Europarechtliche Zulässigkeit .....	349
2. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit .....	350
3. Mögliche Risiken im Fall eines vollständigen Verbots von Zuwendungen .....	352
<b>§ 9 Zusammenfassende Thesen .....</b>	<b>354</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>363</b>
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>393</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
A.C.	Appeal Cases
AcP	Archiv für civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift), Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
All ER	All England Law Reports (ab 1936)
Alt.	Alternative
a. M.	am Main
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Anm.	Anmerkung
App.	Appeal
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz.	Bundesanzeiger
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR	Bundesrat
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache

BT	Bundestag
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BuB	Bankrecht und Bankpraxis
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
ChD	Chancery Division
C.L.R.	Commonwealth Law Reports (seit 1903)
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CP	Consultation Paper
DB	Der Betrieb
DepotG	Depotgesetz
d. h.	das heißt
DLR	Dominion Law Reports
DP	Discussion Paper
DRiL	Durchführungsrichtlinie
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EG	Einführungsgesetz; Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
Eq	Law Reports, Equity Cases
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange-traded fund
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Euribor	European Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWCA Civ	England and Wales Court of Appeal (Civil Division) Decisions
EWHC	England and Wales (High Court) Decisions
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende/fortfolgende
FLR	Family Law Reports
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift

FSA	Financial Services Authority
G	Gesetz
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinw.	Hinweis
HL	House of Lords
Hrsg.	Herausgeber
HS.	Halbsatz
i. d. F.	in der Fassung
i. E.	im Ergebnis
InvG	Investmentgesetz
InvVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
J & Lat	Jones & La Touche's Irish Chancery Reports
J Consum Policy	Journal of Consumer Policy
J. Fin	Journal of Finance
JR	Juristische Rundschau
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
K.B.	Law Reports, Kings Bench
KG	Kommanditgesellschaft, Kammergericht
KommJur	Kommunaljurist
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
L.J.	Lord Justice
Lloyds Rep. PN	Lloyd's Law Reports: Professional Negligence
LQR	Law Quarterly Review
L.R.	Law Journal Newspaper
L.T.Jo.	Law Times Newspaper
Macq	Macqueen's Scotch Appeal Cases
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarkttrichtlinie)
MüKo	Münchener Kommentar
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr./Nrn.	Nummer(n)

N.S.W.R. (Eq.)	New South Wales Law Reports
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OLG	Oberlandesgericht
OR	Sir O Bridgman's Common Pleas Reports
OTC	over the counter
PC	Privy Council Appeal Cases
P.N.L.R	Professional Negligence and Liability Reports
PS	Policy Statement
Q.B.	Queens Bench
Q.B.D.	Queens Bench Division
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (früher: Außenwirtschafts- dienst, AWD)
Rs.	Rechtssache
Rz.	Randziffer
S.	Seite
sog.	sogenannt
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StGB	Strafgesetzbuch
T.L.R.	The Times Law Reports
Transit Stud Rev	Transition Studies Review
u. a.	unter anderem, und andere
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
v.	vom, von
v. a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Verf.	Verfasser
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
Versicherungs- vermittler-RiL	Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9.12.2002 über Versicherungsvermittlung
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
V.L.R.	Victorian Law Reports
vol.	Volume
VuR	Verbraucher und Recht
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VVG-InfoV	Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung

W.L.R.	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpDPV	Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung
WpDRiL	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft

## § 1 Gegenstand und Gang der Untersuchung

Nicht erst seit der Finanzmarktkrise wird in Deutschland eine intensive Diskussion über die Qualität von Anlage- und Finanzberatung<sup>1</sup> geführt. Einigkeit besteht darüber, dass neben der Fachkunde des Beraters die Orientierung der Beratung am Kundeninteresse eine zentrale Voraussetzung einer qualitativ hochwertigen Anlageberatung ist. Konflikte zwischen den Interessen des Anlegers und den Interessen der beratenden Institute können nicht nur in individuellen Einzelfällen zu erheblichen Verlusten führen, sondern langfristig auch die Bereitschaft breiter Bevölkerungskreise zur Anlage in Kapitalmarktprodukte beeinträchtigen. Angesichts der wachsenden Bedeutung, die der privaten Altersvorsorge durch Kapitalmarktprodukte zukommt, kann eine solche Entwicklung deshalb auch zu bedeutenden volkswirtschaftlichen Schäden führen.

Bei der Anlageberatung können Konflikte zwischen dem Kundeninteresse und dem Eigeninteresse des beratenden Instituts in zahlreicher Form auftreten<sup>2</sup>. So kann ein Institut<sup>3</sup> beispielsweise Wertpapiere eines Emittenten deshalb besonders empfehlen, weil es bei der Emission dieser Wertpapiere als Konsortialbank tätig ist oder weil es die Wertpapiere im eigenen Handelsbestand hält. Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit stehen aber Interessenkonflikte, die durch die Art und Weise, wie Anlageberatung vergütet wird, entstehen. Diese Vergütung erfolgt in Deutschland typischerweise nicht unmittelbar durch den Kunden. Vorherrschend ist vielmehr die Vergütung durch Provisionen und andere geldwerten Leistungen, die das beratende Institut vom Emittenten oder einem sonstigen Dritten erhält. Diese Provisionen und sonstigen geldwerten Leistungen werden im Folgenden in Übereinstimmung mit der aufsichtsrechtlichen Terminologie (§ 31d Abs. 1 WpHG) als „Zuwendungen“<sup>4</sup> bezeichnet. Bei dem zuwendenden Dritten handelt

---

<sup>1</sup> Der Begriff „Anlageberatung“ wird hier im Sinne des § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 WpHG verstanden als Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 2b WpHG) beziehen. Anlageberatung liegt nur dann vor, wenn die Empfehlung auf einer Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird. Dagegen handelt es sich beispielsweise bei der Beratung zu Versicherungsverträgen oder Darlehen nicht um Anlageberatung, sondern um Finanzberatung im weiteren Sinne, weil ein Versicherungs- oder Darlehensvertrag kein Finanzinstrument i. S. d. § 2 Abs. 2b WpHG ist.

<sup>2</sup> Grundlegend zu Interessenkonflikten im Kapitalmarktrecht *Kumpun/Levens*, ECFR 2008, 72.

<sup>3</sup> Der Begriff „Institut“ wird im Folgenden im Sinne des § 1b KWG als Oberbegriff für Kreditinstitute (§ 1 Abs. 1 S. 1 KWG) und Finanzdienstleistungsinstitute (§ 1a Abs. 1 S. 1 KWG) verwendet.

<sup>4</sup> Ausführlich zum Begriff der „Zuwendungen“ vgl. S. 92 ff.

es sich oft um ein mit dem Emittenten konzernrechtlich verbundenes Unternehmen, das als Anbieter des Finanzprodukts am Markt auftritt. Zu denken ist etwa an eine Fondsgesellschaft, die dem gleichen Konzern angehört wie die beratende Bank. Dieser Anbieter wird im Folgenden als „Produktanbieter“<sup>5</sup> bezeichnet.

Schließlich kann Anlageberatung auch dadurch finanziert werden, dass das beratende Institut keine Zuwendungen eines Dritten erhält, sondern Produkte des beratenden Instituts oder eines mit ihm verbundenen Unternehmens vertreibt, in deren Ausgabe- oder Emissionspreis eine Gewinnmarge eingepreist ist. Wirtschaftlich betrachtet erfolgt die Vergütung der Anlageberatung in diesem Fall durch eine „Quersubventionierung“ innerhalb des beratenden Instituts oder des Konzerns.

Dieses Vergütungssystem mag auf den ersten Blick als besonders anlegerfreundlich erscheinen, da der Anleger eine von ihm in Anspruch genommene Leistung nicht unmittelbar zu vergüten hat. Dies kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass ein auf Zuwendungen gestütztes Vergütungssystem in mehrfacher Hinsicht zu einem strukturellen Interessenkonflikt zwischen den Interessen der beratenden Unternehmen und den Interessen des Anlegers führt.

## **A. Interessenkonflikte im Rahmen des zuwendungsbasierten Vergütungssystems**

Die Interessenkonflikte im Rahmen eines zuwendungsbasierten Vergütungssystems betreffen vor allem die Auswahl des konkret empfohlenen Produkts, aber auch die Gestaltung des Anlageprogramms durch die beratenden Institute und damit mittelbar auch die Struktur des Angebots an Finanzprodukten für Privatanleger. Schließlich besteht im Rahmen eines zuwendungsbasierten Vergütungssystems auch stets ein Anreiz, häufig einen Wechsel von einem Produkt in das andere zu empfehlen.

### **I. Interessenkonflikt bei der Auswahl des empfohlenen Produkts**

Der Interessenkonflikt, der Rechtsprechung und Literatur in den vergangenen Jahren am meisten beschäftigt hat,<sup>6</sup> betrifft die Auswahl eines bestimmten Produkts im Rahmen einer konkreten Beratungssituation. Hier wird das beratende Institut stets einen Anreiz haben, gerade solche Produkte zu empfehlen, für die es die höchsten Zuwendungen erhält. Dass es sich hierbei nicht unbedingt um das Produkt handeln muss, das für den jeweiligen Kunden am besten geeignet ist,

---

<sup>5</sup> Nach § 2 Nr. 10 WpPG ist „Anbieter“ eine Person oder Gesellschaft, die Wertpapiere öffentlich anbietet. Anbieter und Emittent können auch identisch sein.

<sup>6</sup> Hierzu ausführlich unter S. 177 ff.

liegt auf der Hand. Der hierdurch entstehende Interessenkonflikt ist in Deutschland nicht nur Gegenstand aufsichtsrechtlicher Vorgaben (§ 31d WpHG), sondern führte, beginnend mit der Kick-Back-II-Entscheidung vom 19. Dezember 2006,<sup>7</sup> zu einer kaum mehr zu überblickenden Zahl von Gerichtsentscheidungen und einer ebenfalls großen Anzahl von Beiträgen im juristischen Schrifttum.<sup>8</sup> Der Schutz des Anlegers soll danach im Wesentlichen durch eine Offenlegung der von dem beratenden Institut für das konkret empfohlene Produkt vereinnahmten Zuwendungen sichergestellt werden.

## II. Interessenkonflikt bei der Zusammenstellung des Beratungsprogramms

Die Vielzahl der zu dem vorgenannten Interessenkonflikt ergangenen Entscheidungen darf den Blick auf einen weiteren Interessenkonflikt nicht verstellen. Dabei geht es um die Frage, welche Produkte Privatanlegern überhaupt im Rahmen einer Anlageberatung angeboten werden. Dies betrifft zunächst die Zusammenstellung des Beratungsprogramms, also die Auswahl an Finanzprodukten, die im Rahmen eines Beratungsgesprächs in Betracht gezogen werden. So treffen beispielsweise Banken eine Vorauswahl an Finanzprodukten, aus denen die mit der Beratung befassten Mitarbeiter ein für den Kunden geeignetes Produkt aussuchen und empfehlen sollen. Eine solche Vorauswahl ist aus praktischen Gründen erforderlich. So ist es beispielsweise notwendig, die mit der Beratung befassten Mitarbeiter im Hinblick auf die von ihnen empfohlenen Produkte zu schulen. Insbesondere müssen sie wissen, welche Risiken mit einem bestimmten Produkt verbunden sind und für welche Kunden das Produkt in Betracht kommt. Dies setzt eine zentrale Vertriebssteuerung einschließlich einer Vorauswahl der in Betracht zu ziehenden Produkte voraus. Mittelbar wirkt sich die Auswahl der Produkte, die die beratenden Institute überhaupt in ihr Anlageprogramm aufnehmen wollen, auch darauf aus, welche Produkte von den Emittenten entwickelt werden.

In diesem Zusammenhang entsteht ein Interessenkonflikt, der über den vorgenannten Konflikt in der konkreten Beratungssituation hinausgeht. Er entsteht dadurch, dass das beratende Institut überhaupt nur solche Produktarten in das Bera-

---

<sup>7</sup> BGH, 19.12.2006 – XI ZR 56/05, WM 2007, 487.

<sup>8</sup> Nachweise unter S. 177 ff. Die zu diesem Themenkreis ergangenen Entscheidungen des BGH werden in der Literatur häufig durchnummeriert (vgl. z. B. die Übersicht bei *Jordan*, BKR 2011, 456, 457 ff.). Hierauf wird in der vorliegenden Arbeit bewusst verzichtet, da angesichts der Vielzahl der bereits ergangenen – und der noch zu erwartenden – Entscheidungen eine Bezugnahme auf eine bestimmte Ziffer nicht sinnvoll erscheint. Eine Ausnahme bilden dabei nur die Kick-Back-I-Entscheidung vom 19. Dezember 2000 (BGH, 19.12.2000 – XI ZR 349/99, WM 2001, 297) und die Kick-Back-II-Entscheidung vom 19. Dezember 2006 (BGH, 19.12.2006 – XI ZR 56/05, WM 2007, 487), da es sich hierbei um die grundlegenden Entscheidungen zu diesem Themenkreis handelt.