

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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