

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	13
Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung	27
A. Problemaufriss	27
B. Themeneingrenzung und Gang der Untersuchung	34
Teil 1   Regulierungsbedarf für § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	37
§ 1   Anlageberatung als Vertragsbeziehung	39
I.   Kontraktgut mit Vertrauenseigenschaft	40
II.  Prinzipal-Agenten-Beziehung	44
Fazit zu § 1	59
§ 2   Die einzelnen aufsichtsrechtlichen Pflichten	60
I.   Informationspflicht	61
II.  Explorationspflicht	62
III. Geeignetheitsprüfung	63
IV.  Protokollierungspflicht	64
V.   Sachkunde gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	65
VI.  Mehrwert von § 34d WpHG	67
Fazit zu § 2	68
§ 3   Ökonomische Analyse des § 34d Abs. 1 WpHG und der WpHGMAAnzV	69
I.   Mindestqualifikation	70
II.  Anzeigepflichten	76
Fazit zu § 3	81
Teil 2   Qualifikationsanforderung in § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	83
§ 4   Vereinbarkeit mit Europarecht	83
I.   Harmonisierungsziel	84
II.  Vorgaben des Europarechts	87

III. Kompetenz des deutschen Gesetzgebers	89
IV. Europarechtliche Bewertung der nationalen Vorschriften	93
V. Übereinstimmung mit ESMA-Leitlinien	96
Fazit zu § 4	98
§ 5 Rechtmäßigkeit von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	99
I. Grundrechtseingriff	99
II. Verfassungskonforme Rechtfertigung	100
Fazit zu § 5	105
§ 6 Anwendungsbereich von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	105
I. Persönlicher Anwendungsbereich	105
II. Sachlicher Anwendungsbereich	107
Fazit zu § 6	119
§ 7 Regelungsgegenstand von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	120
I. Verworfenene Regelung	121
II. Sachkunde	123
III. Zuverlässigkeit	149
IV. Vorbehalt der Erforderlichkeit	154
V. Übergangsregelung	163
Fazit zu § 7	163
 Teil 3 Lösungsansätze de lege ferenda	 165
§ 8 Tätigkeitsstufen der Beratungsleistung	166
I. Vorschlag zur Arbeitsteilung	167
II. Effektivität	169
III. Effizienz	177
Fazit zu § 8	184
§ 9 Sachkundetest der Anlageberater	185
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	186
II. Effektivität	186
III. Effizienz	189
IV. Verstoß gegen das übergeordnete Regulierungskonzept	194
Fazit zu § 9	197
§ 10 Verhaltenskodex für die Anlageberatung	198
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	198
II. Effektivität	200
III. Effizienz	203
Fazit zu § 10	208
§ 11 Weiterbildungspflicht der Anlageberater	208
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	209
II. Effektivität	210
III. Effizienz	212

IV. Weiterbildungsnachweis	215
Fazit zu § 11	217
§ 12 Beschwerdeanzeigen	217
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	218
II. Effektivität	218
III. Effizienz	219
IV. Verstoß gegen das Verbot erzwungener Selbstbeziehung	222
Fazit zu § 12	238
 Teil 4    Sanktionen	 241
§ 13 Sanktionen gegenüber Wertpapierdienstleistungsunternehmen	241
I. Einsatzverbot	241
II. Verwarnung	242
III. Tätigkeitsverbot	243
IV. Öffentliche Bekanntmachung	244
V. Bußgeld	248
Fazit zu § 13	248
§ 14 Sanktionen gegenüber Anlageberatern	249
I. Einsatzverbot	249
II. Verwarnung	250
III. Tätigkeitsverbot	250
IV. Arbeitsrechtliche Konsequenzen	255
Fazit zu § 14	255
§ 15 Bewertung	256
I. Einsatzverbot	256
II. Verwarnung	260
III. Tätigkeitsverbot	261
IV. Konkretisierung des Tätigkeitsverbots	267
V. Öffentliche Bekanntmachung	275
Fazit zu § 15	282
 Zusammenfassung in Thesen	 285
 Literaturverzeichnis	 289
 Stichwortverzeichnis	 319

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung	27
A. Problemaufriss	27
B. Themeneingrenzung und Gang der Untersuchung	34
Teil 1    Regulierungsbedarf für § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	37
§ 1    Anlageberatung als Vertragsbeziehung	39
I. Kontraktgut mit Vertrauenseigenschaft	40
1. Güterkategorisierung	40
2. Informations- und Unsicherheitsproblematik	42
a) Hidden Characteristics	43
b) Hidden Action und Hidden Information	43
II. Prinzipal-Agenten-Beziehung	44
1. Risiken der Informationsasymmetrie	45
a) Moral Hazard	45
b) Adverse Selektion	45
2. Reduzierung der Informationsasymmetrie	47
a) Signaling und Screening	48
aa) Screening im Markt für Anlageberatung	49
bb) Reputation im Markt für Anlageberatung	50
cc) Garantieverprechen im Markt für Anlageberatung	53
b) Selbstbindung	54
aa) Verhaltensorientierte Selbstbindung im Markt für Anlageberatung	55
bb) Ergebnisorientierte Selbstbindung im Markt für Anlageberatung	56
c) Monitoring	58
aa) Monitoring durch Anleger	58
bb) Monitoring durch qualifizierte Einrichtungen	59
Fazit zu § 1	59
§ 2    Die einzelnen aufsichtsrechtlichen Pflichten	60
I. Informationspflicht	61

II. Explorationspflicht	62
III. Geeignetheitsprüfung	63
IV. Protokollierungspflicht	64
V. Sachkunde gem. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	65
VI. Mehrwert von § 34d WpHG	67
Fazit zu § 2	68
§ 3 Ökonomische Analyse des § 34d Abs. 1 WpHG und der WpHGMAAnzV	69
I. Mindestqualifikation	70
1. Allgemeine Voraussetzungen	70
2. Qualifikationsanforderung	73
a) Verhaltensbezogene Selbstbindung	73
b) Verbindlichkeit der Selbstbindung	73
3. Sachkundenachweis	74
a) Signaling	74
b) Screening	75
II. Anzeigepflichten	76
1. Mitarbeiteranzeige	77
2. Beschwerdeanzeige	77
a) Verhältnis zu bestehenden Prüfungspflichten	78
b) Mangel der Beschwerdeanzeige	79
Fazit zu § 3	81
Teil 2 Qualifikationsanforderung in § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	83
§ 4 Vereinbarkeit mit Europarecht	83
I. Harmonisierungsziel	84
1. MiFID und MiFID II	85
2. MiFID-Durchführungsrichtlinie	86
II. Vorgaben des Europarechts	87
1. MiFID, MiFID II und Durchführungsbestimmungen	87
2. ESMA-Verlautbarungen	88
III. Kompetenz des deutschen Gesetzgebers	89
1. Konkretisierungskompetenz des EuGH	90
2. Konkretisierungsbefugnis der ESMA	91
3. Nationale Regelungskompetenz	92
IV. Europarechtliche Bewertung der nationalen Vorschriften	93
1. Sachkunde	93
2. Zuverlässigkeit	94
3. »Level playing field«	95
V. Übereinstimmung mit ESMA-Leitlinien	96
Fazit zu § 4	98

§ 5	Rechtmäßigkeit von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	99
I.	Grundrechtseingriff	99
1.	Beruf	99
2.	Eingriff	100
II.	Verfassungskonforme Rechtfertigung	100
1.	Legitimer Zweck und Geeignetheit	101
2.	Erforderlichkeit	101
a)	Eingriffsstufe	101
b)	Mildere Mittel	102
3.	Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn (Angemessenheit)	103
a)	Besonders wichtiges Gemeinschaftsgut	103
b)	Verhältnis zur ordnungsgemäßen Berufstätigkeit	104
Fazit zu § 5		105
§ 6	Anwendungsbereich von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	105
I.	Persönlicher Anwendungsbereich	105
II.	Sachlicher Anwendungsbereich	107
1.	Legaldefinition in § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 WpHG	107
2.	Abgrenzung gegenüber Aufklärung	109
a)	Abgrenzung anhand der Gesprächsinitiative	111
aa)	Theoretischer Ansatz	111
bb)	Stellungnahme	112
b)	Abgrenzung anhand des Leistungsumfangs und der Qualität	114
aa)	Theoretischer Ansatz	114
bb)	Stellungnahme	115
Fazit zu § 6		119
§ 7	Regelungsgegenstand von § 34d Abs. 1 S. 1 WpHG	120
I.	Verworfenene Regelung	121
1.	Leben in geordneten Vermögensverhältnissen	121
2.	Eingangsbestätigung der BaFin	122
II.	Sachkunde	123
1.	Fähigkeiten	124
2.	Praktische Erfahrung	125
3.	Sachgebiete	126
a)	Rechtliche Grundlagen der Anlageberatung	126
aa)	Vorschriften des WpHG	126
bb)	Vorschriften des KAGB	127
cc)	Vertragsrecht	127
b)	Kundenberatung	128
aa)	Bedarfsermittlung	128
bb)	Lösungsmöglichkeiten	130

cc) Produktdarstellung und -information	131
dd) Ganzheitliche Kundenberatung	133
c) Fachliche Grundlagen	135
aa) Funktionsweise und Risiken der Finanzinstrumente	135
bb) Gesamtheit aller Kosten	136
d) Weitere Sachgebiete	137
4. Nachweis der Sachkunde	139
a) Nachweispflicht	140
aa) Stellenbeschreibungen	140
bb) Schulungsnachweise	140
b) Inländische Berufsqualifikation	141
aa) Inländische Berufsausbildungen	141
bb) Betriebswirtschaftliches Studium	143
cc) Rechtswissenschaftliches Studium und interdisziplinäres Studium	144
c) Bestandsschutzregelung	145
d) Anerkennung ausländischer Berufsbefähigungsnachweise im Rahmen der Niederlassungsfreiheit	148
5. Zwischenfazit	148
III. Zuverlässigkeit	149
1. Regelbeispiele	151
2. Weitere Unzuverlässigkeitsgründe	152
3. Nachweis der Zuverlässigkeit	153
IV. Vorbehalt der Erforderlichkeit	154
1. Reichweite	155
2. Sachkunde	155
a) Gegenstand der Anlageberatung	157
b) Beratener Kunde	158
3. Zuverlässigkeit	161
4. Zwischenfazit	162
V. Übergangsregelung	162
Fazit zu § 7	163
 Teil 3 Lösungsansätze de lege ferenda	 165
§ 8 Tätigkeitsstufen der Beratungsleistung	166
I. Vorschlag zur Arbeitsteilung	167
II. Effektivität	169
1. Identisches Qualifikationsniveau	170
a) Qualifikation der Produktspezialisten	170
b) Qualifikation der Kundenspezialisten	171

2.	Disparität oder Parallelität in Vertrauensdienstleistungen?	173
3.	Kritik im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	174
a)	Qualitätssignal und Verhaltenskontrolle durch die Anleger	175
b)	Monitoring durch die BaFin	175
III.	Effizienz	177
1.	Kosten-Nutzen-Verhältnis der Anleger	177
a)	Gefahren der Arbeitsteilung	178
b)	Erhöhte Vertrauenskosten	178
2.	Kosten-Nutzen-Verhältnis der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	180
a)	Umsatzsteigerung	180
b)	Organisatorischer Aufwand	181
c)	Kostenabwälzung auf die Anleger	182
3.	Kosten-Nutzen-Verhältnis der BaFin	183
a)	Zusätzliche Information	183
b)	Hoher Prüfungsaufwand	183
c)	Erweiterte Aufsichtstätigkeit	184
Fazit zu § 8		184
§ 9	Sachkundetest der Anlageberater	185
I.	Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	186
II.	Effektivität	186
III.	Effizienz	189
1.	Nutzen von Synergieeffekten	189
2.	Bestehende Nachweispflicht in §§ 1 Abs. 2, 4 S. 1 Nr. 1 und 2 WpHGMAAnzV	190
3.	Kosten der Sachkundeprüfung	191
a)	Kosten der BaFin	191
b)	Kosten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	191
4.	Kosten-Nutzen-Verhältnis	193
IV.	Verstoß gegen das übergeordnete Regulierungskonzept	194
1.	Gemeinsamkeit der Regulierungskonzepte nach GewO und WpHG	194
2.	Übergeordnetes Regulierungskonzept des WpHG	195
Fazit zu § 9		197
§10	Verhaltenskodex für die Anlageberatung	198
I.	Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	198
II.	Effektivität	200
1.	Sanktionierung im britischen Aufsichtsrecht, Sec. 66 (3) FSMA 2000	201



2. Sanktionierung im deutschen Aufsichtsrecht, §§ 34d Abs. 4, 39 WpHG	202
III. Effizienz	203
1. Bestehende Verpflichtungen in §§ 12 ff., 20a, 31 ff. WpHG	203
2. Zivilrechtlicher Zusatznutzen	205
3. Aufsichtsrechtlicher Zusatznutzen	205
4. Kosten-Nutzen-Verhältnis	207
Fazit zu § 10	208
§ 11 Weiterbildungspflicht der Anlageberater	208
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	209
II. Effektivität	210
1. Methodik	210
2. Durchsetzbarkeit	211
III. Effizienz	212
1. Inhalt	212
2. Zeitpunkt	213
3. Zeitlicher Umfang	213
4. Methodik	214
IV. Weiterbildungsnachweis	215
Fazit zu § 11	217
§ 12 Beschwerdeanzeigen	217
I. Vorschlag im Lichte der Prinzipal-Agenten-Theorie	218
II. Effektivität	218
III. Effizienz	219
1. Kosten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	220
2. Kosten der BaFin	221
IV. Verstoß gegen das Verbot erzwungener Selbstbeziehung	222
1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Verantwortliche der Ordnungswidrigkeit	223
a) Verletzung der Aufsichtspflicht, §§ 9, 130 OWiG	224
b) Unternehmensgeldbuße, § 30 OWiG	225
2. Formelle Anwendbarkeit auf juristische Personen aus dem Grundgesetz	225
a) Meinungsstand	226
b) Stellungnahme	228
aa) Gleichbehandlung von natürlichen und juristischen Personen	228
bb) Gefühlswelt juristischer Personen	229
cc) Maßgeblicher Gewissenskonflikt	229
dd) Kein praxisrelevanter Gewissenskonflikt der Leitungsperson	230

c) Zwischenfazit	232
3. Formelle Anwendbarkeit auf juristische Personen aus der EMRK	233
4. Formelle Anwendbarkeit auf Anlageberater	235
5. Materielle Anwendbarkeit	236
a) Allgemeine Überlegungen	236
b) Voraussetzungen im Beschwerdefall	237
Fazit zu § 12	238
 Teil 4 Sanktionen	 241
§ 13 Sanktionen gegenüber Wertpapierdienstleistungsunternehmen	241
I. Einsatzverbot	241
II. Verwarnung	242
III. Tätigkeitsverbot	243
IV. Öffentliche Bekanntmachung	244
1. Für die Veröffentlichung alphanumerischer Kennnummern	245
2. Gegen die Veröffentlichung alphanumerischer Kennnummern	246
V. Bußgeld	248
Fazit zu § 13	248
§ 14 Sanktionen gegenüber Anlageberatern	249
I. Einsatzverbot	249
II. Verwarnung	250
III. Tätigkeitsverbot	250
1. Tätigkeitsverbot erschüttert Qualifikationsvermutung der BaFin	251
2. Ermessen der BaFin	252
3. Zwischenfazit	254
IV. Arbeitsrechtliche Konsequenzen	255
Fazit zu § 14	255
§ 15 Bewertung	256
I. Einsatzverbot	256
1. Legitimer Zweck und Geeignetheit	256
2. Erforderlichkeit	257
3. Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne (Angemessenheit)	257
4. Zwischenfazit	259
II. Verwarnung	260
III. Tätigkeitsverbot	261
1. Praktische Bedenken	261

a) Verkaufsdruck	262
b) Provozierte Beschwerden	263
c) Zwischenfazit	263
2. Rechtmäßigkeit	264
a) Legitimer Zweck und Geeignetheit	264
b) Erforderlichkeit	265
c) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn (Angemessenheit)	265
d) Zwischenfazit	267
IV. Konkretisierung des Tätigkeitsverbots	267
1. Verbotsgründe	267
2. Umfang	270
3. Zeitraum	272
4. Vorzeitige Aufhebung	273
5. Zwischenfazit	274
V. Öffentliche Bekanntmachung	275
1. Gegenstand	276
2. Verstoß gegen Ver- oder Gebote	276
3. Zweck	277
4. Umfang	278
5. Einschränkung	279
6. Verhältnismäßigkeit	280
7. Zwischenfazit	282
Fazit zu § 15	282
 Zusammenfassung in Thesen	 285
 Literaturverzeichnis	 289
 Stichwortverzeichnis	 319