

*Nr.*  
**71**

*Haftung in der Anlageberatung*  
Die Empfehlung zum unterlassenen  
Wertpapierkauf aus rechtlicher Sicht

~  
Christoph T. Bauerle

Arbeitspapiere der FOM

**Christoph T. Bauerle**

*Haftung in der Anlageberatung*

**Die Empfehlung zum unterlassenen Wertpapierkauf aus rechtlicher Sicht**

Arbeitspapiere der FOM, Nr. 71

Essen 2019

ISSN 1865-5610 (Print) – ISSN 2569-5800 (eBook)

Dieses Werk wird herausgegeben von der FOM Hochschule für Oekonomie & Management gGmbH

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

© 2019 by



**MA**  
Akademie  
Verlags- und Druck-  
Gesellschaft mbH

MA Akademie Verlags-  
und Druck-Gesellschaft mbH  
Leimkugelstraße 6, 45141 Essen  
[info@mav-verlag.de](mailto:info@mav-verlag.de)

Das Werk einschließlich seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urhebergesetzes ist ohne Zustimmung der MA Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürfen. Oft handelt es sich um gesetzlich geschützte eingetragene Warenzeichen, auch wenn sie nicht als solche gekennzeichnet sind.

Christoph T. Bauerle

*Haftung in der Anlageberatung*

Die Empfehlung zum unterlassenen  
Wertpapierkauf aus rechtlicher Sicht

Arbeitspapiere der FOM Hochschule für Oekonomie & Management  
Nr. 71, Essen 2019  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

## **Vorwort**

Die Fehlberatung von Wertpapieranlegern ist ein seit langer Zeit viel diskutiertes Thema. So zeigen sich Beratungsmängel insbesondere dann, wenn unerfahrenen Anlegern Finanzinstrumente verkauft werden, die sie nicht verstehen, welche die beratende Bank also nicht genügend erklärt hat. Entwickelt sich der Kurs einer solchen Anlage entgegen den Erwartungen des Bankkunden negativ, ist dies häufig Anlass zu rechtlichen Auseinandersetzungen über die Anlageberatung. Die Rechtsprechung der Instanzgerichte bis hin zum Bundesgerichtshof dreht sich zumeist um die fehlerhafte Beratung zum Kauf eines Wertpapiers oder einer sonstigen Vermögensanlage, z. B. eines Anteils an einem geschlossenen Immobilienfonds. In seinen Ausführungen konzentriert sich der Autor auf Wertpapiere, wobei seine Ausführungen sinngemäß auf alle Vermögensanlageformen übertragbar sind.

Neben dem Rat, ein Wertpapier zu kaufen, kann die Bank aber auch vom Erwerb eines Wertpapiers ganz abraten. Diese Empfehlung des Anlageberaters, die ebenso fehlerhaft sein kann, wie der Rat zum Wertpapiererwerb, hat bislang kein so großes Echo in Literatur und Rechtsprechung gefunden, wie die fehlsame Kaufempfehlung. Dies mag daran liegen, dass die Anleger der Frage, wie sich ihre unterlassene Wertpapieranlage in der Zukunft entwickelt hätte und welcher Gewinn ihnen dadurch eventuell entgangen ist, weniger Aufmerksamkeit schenken, als dem im Depot sichtbaren Wertverlust eines Fehlkaufs.

Da die Empfehlung zum Nichtkauf dem Anleger jedoch ebenso einen Schaden in Form eines ihm entgangenen Gewinns zufügen kann, wie eine Kaufempfehlung, hat sie faktisch dieselbe Bedeutung. Der Autor geht deshalb der Frage nach, welchen Schaden eine fehlerhafte Nichtkaufempfehlung für den Anleger haben kann. Entscheidend für die Berechnung des Schadens ist dabei die Frage, welcher Zeitpunkt für die Bemessung des entgangenen Gewinns maßgeblich ist, wie der Autor darlegt.

Daraus ergeben sich für alle Wertpapierkunden handfeste Konsequenzen: Ist der Rat zum Nichtkauf fehlerhaft und ist dem Bankkunden (Anleger) dadurch ein Gewinn in Form eines versäumten Kursanstiegs entgangen, kann dies einen Schadensersatzanspruch des Anlegers gegen die ihn beratende Bank zur Folge haben. Hier bietet sich ein vielfach noch unbeachtetes Feld für die Geltendmachung begründeter Regressansprüche fehlberatener Anleger gegen ihre Banken und Anlageberater.

Bonn, im Dezember 2018

Prof. Dr. Manfred Klein  
Professor für Wirtschafts- und Steuerrecht  
FOM Hochschule für Oekonomie & Management

## Inhalt

I	Einleitung .....	1
1	Gegenstand der Untersuchung .....	1
2	Aktuelle Sachlage.....	2
a)	Kaufempfehlung im Fokus.....	2
b)	Andere Empfehlungen meist unbeachtet .....	3
c)	Die Empfehlung zum Nichtkauf und Gang der Untersuchung .....	3
II	Rechtliche Qualität der Anlageberatung .....	4
1	Die zivilrechtliche Qualifikation der Anlageberatung .....	4
a)	Rechtliche Einordnung der Anlageberatung .....	4
b)	Anwendung des § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV.....	10
2	Mögliche Empfehlungen im Rahmen der Anlageberatung .....	11
a)	Empfehlungen sind nicht zwingend transaktionsbezogen .....	11
b)	Unterlassensempfehlung auch in anderem Kontext möglich .....	16
III	Die Auswirkungen der Unterlassungsempfehlung.....	18
1	Änderung des Anlagerisikos.....	18
2	Einzelproduktbezogene Risikobetrachtung.....	18
3	Portfoliobezogene Risikobetrachtung .....	19
a)	Blick auf das Gesamtportfolio grundsätzlich notwendig.....	19
b)	Anlagerisiko kann im Portfolio anders zu beurteilen sein.....	19
c)	Keine unmittelbare Wirkung von Nicht-Transaktionen .....	20
IV	Ansprüche aus einer fehlerhaften Empfehlung .....	21
1	Keine Pflicht zur Anlageberatung, aber Pflicht zur „richtigen“ Anlageberatung .....	21
2	Vertragliche Ansprüche .....	23
a)	Anspruchsgrundlage: §§ 280 I, 675 I BGB.....	23
b)	Die Pflichten des Beraters aus dem Anlageberatungsvertrag ...	25
c)	Pflichtverletzung bei Unterlassungsempfehlung möglich? .....	30
d)	Der Schaden.....	32
e)	Portfoliobetrachtung .....	40

3	Schadensersatzansprüche aus § 823 BGB .....	42
a)	Schadensersatzanspruch aus § 823 I BGB? .....	42
b)	Schadensersatzanspruch aus § 823 II BGB i. V. m. § 64 III 2, 3 WpHG i. V. m. Art. 54, 55 DeIV .....	42
V	Ergebnis .....	44
1	Schadensersatzanspruch grundsätzlich möglich .....	44
2	Die Bedeutung guter Dokumentation .....	44
	Literaturverzeichnis.....	45

### Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Gewinn, Verlust und Anlegervorteil bzw. -nachteil .....	33
Tabelle 2:	Erweiterte Matrix „Anlage-Empfehlungen“ .....	33

### Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
a. F.	alter Fassung
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
AnsFuG-E	Entwurf zum AnsFuG
Art.	Artikel
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des BGH in Zivilsachen
c. i. c.	culpa in contrahendo
DeIV	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565
DRiL	Durchführungsrichtlinie
EuGH	Europäischer Gerichtshof
GG	Grundgesetz
h. L.	herrschende Lehre
h. M.	herrschende Meinung
HS	Halbsatz

---

i. S. d.	im Sinne des/der
i. V. m.	in Verbindung mit
JZ	Juristenzeitung
Leits.	Leitsatz
lit.	litera
m. N.	mit Nachweis(en)
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
Nachw.	Nachweis(e)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Rn.	Randnummer
s. a.	siehe auch
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
UA	Unterabsatz
umfangr.	umfangreich(e)
WM	Wertpapiermitteilungen
WpDU	Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienst- leistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZIP	Zeitschrift für die gesamte Insolvenzpraxis

## I Einleitung

### 1 Gegenstand der Untersuchung

Die fehlerhafte Beratung von Bank- und sonstigen Anlagekunden ist ständige Quelle medialer Berichterstattung. Sei es die um ihr Ersparnis durch windige Anlagevorschläge gebrachte Rentnerin, oder sei es der völlig unbedarfte Anleger, der vom Risiko eines Aktieninvestments nichts gehört oder verstanden haben will: Immer geben solche Fälle Stoff für hitzige Diskussionen um die Seriosität von Anlageberatung sowie daraus folgend um die Qualität der ausgesprochenen Anlageempfehlungen.<sup>1</sup>

Regelmäßig geht es dort, wie in der überwiegenden Zahl der den Gerichten vorgelegten Streitfälle, um den Erwerb von Anlageinstrumenten aufgrund von Empfehlungen von Anlageberatern, deren Richtigkeit im Nachhinein Anlass zu Auseinandersetzungen gibt. In der Anlageberatung, namentlich der Banken, die vielfach über Jahre und Jahrzehnte dieselben Kunden betreuen, geht es jedoch nicht nur um den Erwerb von Anlageinstrumenten. Anlageberatung umfasst ein weit größeres Spektrum an empfohlenen Handlungsalternativen, als den bloßen Kauf beispielsweise von Aktien.<sup>2</sup> Zur Anlageberatung gehört genauso die Empfehlung, ein einstmals erworbenes Wertpapier wieder zu veräußern,<sup>3</sup> oder es nicht zu veräußern (also zu behalten).<sup>4</sup> Anlageberater sprechen aber auch die Empfehlung

---

<sup>1</sup> Dazu in den Monaten Juni bis September 2015 die Stiftung Warentest; s. Stiftung Warentest, Drei Banken beraten gut, Finanztest 2/2016, S. 32 ff. Zum Problem mangelhafter Anlageberatung vgl. Halbleib, Mitarbeiter in der Anlageberatung, WM 2011, 673 mit Verweis auf Finanztest 8/2010, S. 24 ff; zu diesem Test s. auch den Artikel „Banken aus der Region schneiden schlecht ab“ in faz.net vom 20.07.2010, Quelle: <http://www.faz.net/aktuell/rhein-main/wirtschaft/test-banken-aus-der-region-schneiden-schlecht-ab-11008383.html>, Abfrage vom 01.11.2018. Dazu auch KK-WpHG/Möllers, § 31, Rn. 7: „Aller gesetzlichen Anforderungen und Pflichten zum Trotz bleibt die Anlageberatung in Deutschland ... oft qualitativ unzureichend.“

<sup>2</sup> Vgl. MünchKomm-HGB/Nobbe/Zahrte, Bd. 6, Anlageberatung, Rn. 27. Nicht berücksichtigt werden weitere mögliche Empfehlungen, wie z. B. das Wahrnehmen von Bezugsrechten, weil die Darstellung hier die wesentlichen Parameter der Anlageberatung in den Blick nimmt.

<sup>3</sup> Zu diesen Empfehlungen rechnet Assmann/Schneider/Assmann, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 118, den Kauf, Verkauf, Tausch, Rückkauf, die Zeichnung und die Übernahme. Für die Zwecke dieser Arbeit soll es für transaktionsbezogenes Verhalten des Anlegers bei Kauf und Verkauf bleiben.

<sup>4</sup> Vgl. Just/Voß/Ritz/Becker/Ritz, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 210; Veil, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID, WM 2007, 1821 (1822), befürwortet mit Rückgriff auf den Kundenschutz und auf die weite Begriffsbestimmung gemäß MiFID die Subsumtion der „Halteempfehlung“ unter den Begriff der Anlageberatung; vgl. Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 120, der das „Halten“ als „(v)on Nr. 9 (des § 2 III 1 WpHG a.F., jetzt § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG, Anm. d. Verf.) erfasste Geschäfte mit Finanzinstrumenten“ ansieht. Gem. Art. 52 II lit. a, b DRiL (Richtlinie 2006/73/EG) wird auch die

aus, vom Kauf eines Wertpapiers ganz Abstand zu nehmen.<sup>5</sup> Letztere Empfehlung rückt im Gegensatz vor allem zur Kaufempfehlung selten in den Fokus der streitigen Auseinandersetzung vor Gericht oder der Medien, weil ihre Auswirkungen meist nicht wahrgenommen werden und daher auch nicht im Blickfeld der Anleger stehen, wenn es um die Frage geht, ob ihr Anlageberater ihnen den „richtigen“ oder einen „falschen“ Rat erteilt hat.

Um die Diskussion zu fokussieren, wird im Folgenden davon ausgegangen, dass ein Bankberater seinem Kunden (Anleger) die Empfehlung ausspricht, vom Kauf eines Wertpapiers Abstand zu nehmen, den der Anleger eigentlich vorgehabt hatte. Diesem Rat soll der Kunde gefolgt sein; wäre er nicht beraten worden, hätte er das Wertpapier gekauft.

## 2 Aktuelle Sachlage

### a) Kaufempfehlung im Fokus

Aus rechtlicher Sicht ist das Phänomen der sogen. „Fehlberatung“ nicht nur medial, sondern auch in der Rechtsprechung der vergangenen etwa 20 Jahre mehr und mehr in den Fokus gerückt.<sup>6</sup> Die Verwerfungen an den Kapitalmärkten im Rahmen der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise, die Anlegern Milliardenverluste bescherten, führten in der Folge zu einer wahren Prozessflut, die das Ziel der Anleger widerspiegelt, ihr verlorenes Anlagekapital an anderer Stelle wieder zurückzuerlangen. Die verhandelten Fälle wegen fehlerhafter Anlageberatung drehen sich zumeist um Empfehlungen zum Kauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlageprodukts.<sup>7</sup> Dort ist bei einem Fehler des Anlageberaters die Sachlage klar: Die Wohlverhaltensregeln, entwickelt von Rechtsprechung und Lehre für den Bereich des Zivilrechts, zwischenzeitlich normiert,<sup>8</sup> namentlich in

---

Empfehlung zum Halten eines Finanzinstruments erfasst; s. Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 120; so auch Assmann/Schneider/ Assmann, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 118. S. heute Art. 9 II lit. a DelV, wo die Empfehlung zum Halten unter den Anlageberatungsbegriff (vgl. Art. 9 I DelV) subsumiert wird

<sup>5</sup> Vgl. dazu Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 131, Fn. 2 (S. 1430).

<sup>6</sup> Beispiel für die mediale Bearbeitung bei n-tv Ragbeber: „Defizite bei Anlageberatung. Banken räumen Fehler ein“ vom 11.04.2012, <http://www.n-tv.de/ratgeber/Banken-raeumen-Fehler-ein-article5995376.html>, Abfrage vom 10.09.2013. Unter dem Google-Stichwort „Anlageberatung Fehler“ erhält man etwa 162.000 Treffer innert 0,31 Sekunden (Abfrage vom 22.08.2018).

<sup>7</sup> Beispiele hierzu: BGH WM 1993, 1455 („Bond“-Urteil); BGH NJW 2005, 2917; BGH NJW 2006, 2041; BGH NJW 2008, 3700; BGH NJW 2009, 3429; BGH WM 2011, 682.

<sup>8</sup> Zur rechtlichen Qualifikation der Regelungen des WpHG zur Anlageberatung s. unten, II (S. 4 ff.).

den §§ 63, 64 WpHG, legen dem Anlageberater auf, seinen Kunden fachgerecht zu beraten und aufzuklären und ihm nur solche Produkte zu empfehlen, die zu dem jeweiligen Anleger „passen“, also auf ihn „zugeschnitten“ sind, wie der BGH formuliert hat.<sup>9</sup> Ist dies nicht der Fall, liegt ein Anlageberatungsfehler vor, der in der Konsequenz zu Schadensersatzansprüchen des Anlegers führen kann.<sup>10</sup>

### **b) Andere Empfehlungen meist unbeachtet**

Unbeantwortet blieb dabei jedoch regelmäßig die Frage, wie es sich mit anders gearteten Empfehlungen der Anlageberater verhält. Dazu gehören, wie bereits erwähnt, Empfehlungen zum Verkauf, zur Abstandnahme vom Verkauf (allgemein als „Halten“ eines Wertpapiers bezeichnet), aber auch die Empfehlung, den Erwerb eines Wertpapiers oder sonstigen Anlageprodukts ganz zu unterlassen.<sup>11</sup>

### **c) Die Empfehlung zum Nichtkauf und Gang der Untersuchung**

Im Folgenden soll nunmehr der Frage nachgegangen werden, welche rechtliche Qualität die fehlerhafte Empfehlung hat, ein Wertpapier nicht zu kaufen. Kann eine derartige Empfehlung überhaupt zu einem Schaden führen? Knüpfen sich daran dieselben Folgen, wie an die fehlerhafte Kaufempfehlung? Welchen rechtlichen Grund hätte ein Schadensersatzanspruch auf ein fiktives Geschäft, das unterblieben ist? Wie wäre – falls ein solcher Anspruch bejaht würde – der Schaden zu berechnen?

Vor diesem Hintergrund ist zunächst die Frage zu klären, welche rechtliche Qualität der Anlageberatung zukommt und welche Rolle die §§ 63 ff WpHG dabei spielen (unten, II). Danach wird ein Blick auf die „Unterlassungsempfehlung“ zu richten und zu fragen sein, ob dieser dieselbe rechtliche Qualität zukommt, wie einer Kaufempfehlung (unten, III). Schließlich sind die Art und das Maß des möglichen Schadens sowie des sich daraus ergebenden Schadensersatzanspruchs auszuloten (unten, IV).

---

<sup>9</sup> BGHZ 123, 126 = WM 1993, 1455 (1456; „Bond“-Urteil); vgl. auch u. a. BGHZ 142, 345 (354); BGH NJW 2006, 2041, Rn. 12; BGHZ 170, 226, Rn. 23.

<sup>10</sup> Vgl. MünchKomm-HGB/Nobbe/Zahrte, Bd. 6, Anlageberatung, Rn. 291, 292.

<sup>11</sup> Dazu oben, I 1.

## **II Rechtliche Qualität der Anlageberatung**

### **1 Die zivilrechtliche Qualifikation der Anlageberatung**

#### **a) Rechtliche Einordnung der Anlageberatung**

##### **aa) Anlageberatung ist entgeltliche Geschäftsbesorgung**

Es ist anerkanntes Rechts, dass Anlageberatung als Geschäftsbesorgung i. S. d. § 675 I BGB zu qualifizieren ist.<sup>12</sup> Vor diesem Hintergrund ist zunächst zu fragen, ob die Empfehlung, ein Wertpapier nicht zu kaufen, unter den Anlageberatungsbegriff fällt.

##### **bb) Das Problem der Zweiteilung des Anlageberatungsrechts**

Rechtsprechung und ein Teil der Lehre unterscheiden zwischen einem zivilrechtlichen und einem öffentlich-rechtlichen Anlageberatungsbegriff.<sup>13</sup> Das Problem an dieser Zweiteilung des Anlageberatungsrechts ist, dass die sehr detailliert ausgeformten Wohlverhaltensregeln der §§ 63 ff WpHG und der sie begleitenden weiteren Normen zur Anlageberatung aufgrund dieser Zweiteilung nicht zivilrechtlich nutzbar gemacht werden können. Vielmehr leitet die Rechtsprechung eigenständige zivilrechtliche Verhaltenspflichten des Anlageberaters ab, die neben den Regelungen von WpHG und dieses begleitenden weiteren Gesetzen bzw. Verordnungen stehen. Aus diesem Grunde hat die Lehre unterschiedliche Ansätze zur Überwindung dieses Problems entwickelt, von denen im Folgenden die Wesentlichen beleuchtet werden.

---

<sup>12</sup> Erman/Berger, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 29 ff (38); vgl. jurisPK-BGB/Hönn, § 675, Rn. 24; Soergel/Benicke, BGB-Kommentar § 675, Rn. 26; Palandt/Sprau, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 10; PWW/Fehrenbacher, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 24; Bamberger/Roth, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 44; vgl. Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht, § 4, Rn. 7. Anders im Falle der Unentgeltlichkeit der Beratung Derleder/Knops/Bamberger-Bamberger, Handbuch Bankrecht, § 50, Rn. 3, der den Anlageberatungsvertrag dann als Auftrag qualifiziert; v. Staudinger/Martinek, BGB-Kommentar, § 675, Rn. A 1, B 1 ff (B 7 f); s. a. Langenbacher/Bliesener/Spindler/ Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 52; Klöhn, Anm. zu BGH ZIP 2011, 756, ZIP 2011, 762; Fullenkamp, Kick Back, NJW 2011, 421 (422), ordnet den Anlageberatungsvertrag als „Dienstvertrag mit Geschäftsbesorgungscharakter gem. §§ 611, 675 BGB“ ein.

<sup>13</sup> Vgl. BGH WM 2013, 1983 (Rn. 16 ff), wo sich das Gericht klar für eine „ausschließlich öffentlich-rechtliche(...) Natur“ der §§ 31 ff WpHG (a. F.; jetzt §§ 63 ff WpHG; a. a. O., 1984, Rn. 16) und „(g)egen einen (auch) zivilrechtlichen Charakter der §§ 31 ff WpHG“ (a. F., jetzt §§ 63 ff WpHG; a. a. O., 1985, Rn. 18) ausspricht; jeweils m. w. N. Vgl. zur allgemeinen Abgrenzung von öffentlichem Recht und Privatrecht Maurer, Allgemeines Verwaltungsrecht, Rn. 7, 8.

## cc) Lösungsansätze der Lehre

### (1) Das WpHG als „Schutzgesetz“ i. S. d. § 823 II BGB

Die wohl h. L.<sup>14</sup> sieht WpHG und WpDVerOV mit ihren ausdifferenzierten Regelungen zur Anlageberatung als „Schutzgesetz“ i. S. d. § 823 II BGB,<sup>15</sup> um diese zumindest schadensersatzrechtlich zur Geltung zu bringen.<sup>16</sup>

Neben ihrem öffentlich-rechtlichen, für die Allgemeinheit relevanten Schutzbereich der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, käme ihnen ein individueller Schutzcharakter zu,<sup>17</sup> der über die generell-abstrakte, öffentlich-rechtliche Schutzrichtung hinaus in die individualrechtlich geprägte Sphäre Kunde – Bank (Wertpapierdienstleistungsunternehmen) hineinreiche.<sup>18</sup>

Diese Auffassung ist insoweit abzulehnen, als sie den Wohlverhaltenspflichten des WpHG allein über § 823 II BGB auch zivilrechtlich Geltung verschaffen möchte. So kann das WpHG insoweit zwar als „Schutzgesetz“ i. S. d. § 823 II BGB angesehen werden, jedoch hat sich der Gesetzgeber zu dieser Frage bislang nicht eindeutig geäußert und auch die Rechtsprechung hält an der allein öffentlich-rechtlichen Natur des WpHG fest und sieht die Wohlverhaltensregeln

---

<sup>14</sup> S. die in BGHZ 175, 276, Rn. 13 genannten; s. a. Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, Vor §§ 31 ff, Rn. 99, 101 m. umfangr. Nachw.; ebenso Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 66; dafür (im Hinblick auf § 31 I Nr. 2 HS 1 WpHG a. F. a. F.) auch Lang/Balzer, Anm. zu BGH ZIP 2009, 455, ZIP 2009, 456 (459). Zweifeln, ob die Schutzgesetzeigenschaft abgelehnt werden könne, Schwintowski, Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung, FS Hopt zum 70. Geb., Bd. 2, S. 2507 (2522); dazu auch Hopt, 50 Jahre Anleger-schutz, WM 2009, 1873 (1880).

<sup>15</sup> Sehr ausführlich und instruktiv zur Frage dessen, was „Schutzgesetz“ i. S. d. § 823 II BGB ist, BGHZ 186, 58 (66 ff, Rn. 26 ff).

<sup>16</sup> Ablehnend jedoch BGHZ 186, 58 (Leits., 69 f, Rn. 31, 33), bezogen auf § 34a WpHG; offengelassen in BGHZ 170, 226 (Rn. 17, 18); ebenso offengelassen in BGHZ 142, 345 (356) und in BGH NJW 2005, 2917 (2919) sowie in BGHZ 147, 343 (353) und in BGHZ 162, 306 (311); dagegen auch Clausen/Kirchhartz, Bank- und Börsenrecht, § 3, Rn. 61; restriktiv auch Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 33, Rn. 12. Die Bundesregierung bejaht in ihrem Entwurf des AnsFuG v. 08.11.2010, BT Drs. 17/3628, S. 21, eine solche Schutzgesetzeigenschaft für den damaligen § 31 IIIa 2 WpHG (vormals noch § 31 III 6 AnsFuG-E; jetzt § 64 II 2 WpHG), so dass das WpHG demnach wohl als öffentlich-rechtlicher Regelungskomplex angesehen wird, was auch darin zum Ausdruck kommt, dass die anlage- und anlegergerechte Beratung als „zivilrechtlich(e)“ Verpflichtung der Wertpapierdienstleister angesehen wird (a. a. O.).

<sup>17</sup> Zur hier nicht weiter vertieften Thematik der Beweislastverteilung instruktiv Roth, Beweislastprobleme, JZ 2015, 1081 (1081 f, 1084 f).

<sup>18</sup> Vgl. Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 64; s. a. Rn. 66; s. dazu auch Assmann, Verhältnis Aufsichtsrecht – Zivilrecht, FS Schneider, S. 37 ff (47 ff).

des WpHG bislang nicht als „Schutzgesetz“. <sup>19</sup> Dennoch sollte der Schutzgesetzcharakter anerkannt werden, wenngleich sich der Schutz des WpHG allein auf schadensersatzrechtliche Sachverhalte beschränkt und keine allgemeine Öffnung des WpHG und der es begleitenden Normen zu den Wohlverhaltensregeln ins Zivilrecht bringt.

## (2) Die Lehre von der „Ausstrahlung“

Von einem Teil der Literatur wird den öffentlich-rechtlichen Regeln des WpHG eine „Ausstrahlungswirkung“ auf das Zivilrecht zugeschrieben. Danach wirkten diese Normen in die Zivilrechtsordnung insofern hinein, als sie zur Konkretisierung des zivilrechtlichen Pflichtenkatalogs heranzuziehen seien. <sup>20</sup> Dabei bleibt jedoch unklar, wie dieser transferierte Rechtsgedanke ins Zivilrecht hinein wirken soll. Faktisch dadurch, dass die Finanzdienstleister aufgrund der Verpflichtungen aus dem WpHG diesen tatsächlich folgen? In diesem Sinne könnte Mülbert verstanden werden, der den aufsichtsrechtlichen Regelungen „jedenfalls im Ergebnis eine Ausstrahlungswirkung“ beilegt. <sup>21</sup> Abgesehen davon, dass unklar bleibt, wie diese „Ausstrahlung“ im Einzelfall wirken soll, ist sie dogmatisch problembehaftet. Denn was „Ausstrahlung“ heißt, beantwortet die Literatur nicht. Ist darunter zu verstehen, dass die aufsichtsrechtlichen Regelungen des WpHG direkten Eingang in die Auslegung der zivilrechtlichen Vertragspflichten finden? Auf welchem Wege soll dies geschehen? Über § 242 BGB? <sup>22</sup> Die Fragen, worauf „Aus-

---

<sup>19</sup> Der BGH hat diese Frage vielfach offengelassen: So in BGHZ 142, 345 (356); BGHZ 147, 343 (353); BGHZ 162, 306 (311); BGHJNW 2005, 2917 (2919); BGHZ 170, 226, Rn. 17 f m. w. N. S. zu dieser Fragestellung auch BGHZ 186, 58, Rn. 26 ff; BGH WM 2011, 682, Rn. 22; BGHZ 175, 276, Rn. 16.

<sup>20</sup> Vgl. Mülbert, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149 (1154); s. dazu auch Podewils/Reisich, Haftung für „Schrott“-Zertifikate, NJW 2009, 116 (119 m. w. N.) und Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, Vor §§ 31 ff, Rn. 81 ff; im Sinne einer „Ausstrahlung“ auch Clausen/Kirchhartz, Bank- und Börsenrecht, § 3, Rn. 61; s. Otto, Modernes Kapitalmarktrecht, WM 2010, 2013 (2018 f).

<sup>21</sup> Mülbert, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149 (1154).

<sup>22</sup> So (über §§ 241 II, 242, 311 II BGB) MünchKomm-HGB/Nobbe/Zahrte, Bd 6, Anlageberatung, Rn. 62: Der „(vor)vertragliche Pflichtenkreis eines Wertpapierdienstleisters (werde) im Sinne von Mindeststandards konkretisiert“. Dogmatische Begründung bei Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, Vor §§ 31 ff, Rn. 81, wobei er keine Lösung anbietet, sondern ausführt, „dass die Wohlverhaltensregeln den Rechtsanwender bei der Ableitung konkreter Pflichten ... unterstützen“. Konsequenter Köndgen, Entwicklung des Bankrechts, NJW 1996, 558 (569), der sie als nebenvertragliche Pflichten einordnet.

strahlung“ gegründet wird und wie sie dogmatisch einzuordnen ist, bleiben offen;<sup>23</sup> vielmehr ist die „Ausstrahlung“ unkonturiert und findet im Zivilrecht keine Stütze.<sup>24</sup>

### **(3) Die Wohlverhaltensregeln als Ausfluss eines allgemeinen Rechtsprinzips**

Ein Ansatz zur Lösung könnte in dem von Wiechers entwickelten Gedanken der Anerkennung von Wohlverhaltensregeln als Ausfluss eines „allgemeinen ... Rechtsprinzips“ liegen.<sup>25</sup> Ohne den Begriff der „Ausstrahlung“ zu nutzen, sieht er im Zuwendungsverbot des WpHG (vgl. §§ 31d, 31 IVc 1 Nr. 2 WpHG a. F., jetzt §§ 70, 64 V 1 – 4 WpHG) den Ausdruck eines „allgemeinen ... Rechtsprinzips“, das nicht nur aufsichtsrechtlich, sondern auch zivilrechtlich wirke. Damit kommt er dem Prinzip der „Ausstrahlung“ nahe und liefert auch eine dogmatische Begründung. Dennoch ist diese Auffassung abzulehnen: Warum nur das Zuwendungsverbot zum „allgemeinen Rechtsprinzip“ geworden sein soll, die übrigen Regelungen zur Anlageberatung (z. B. die Informationspflichten, § 63 VII WpHG oder die Explorationspflicht gem. § 64 III WpHG) aber nicht, ist in diesem Zusammenhang nicht nachvollziehbar. Auch bleibt die Frage unbeantwortet, wie dieses

---

<sup>23</sup> S. beispielsweise Röh/Röhl, Allgemeine Rechtslehre, § 52 (S. 418 ff), der für das Zusammenspiel von öffentlichem Recht und Privatrecht zwar das Konstrukt der „Verzahnung der Rechtsgebiete“ entwickelt (S. 427 ff), daraus jedoch keine Methodik des Zusammenwirkens im Sinne einer „Ausstrahlung“ ableitet. Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, Vor § 31 ff, Rn. 81, nennt als mögliche Prinzipien den Grundsatz von Treu und Glauben (§ 242 BGB), die kommissionsrechtliche Interessenwahrungspflicht (§ 384 HGB) sowie vorvertragliche Pflichten (§ 311 II BGB); ohne dogmatische Begründung für eine Ausstrahlung Clausen/Kirchhartz, Bank- und Börsenrecht, § 3, Rn. 61 (a. E. und Rn. 62 ff).

<sup>24</sup> In keinem der Werke zur zivilrechtlichen Dogmatik findet sich ein Hinweis auf das Konstrukt der „Ausstrahlungswirkung“ öffentlich-rechtlicher Normen ins Zivilrecht hinein; im Gegenteil weisen Larenz/Canaris, Methodenlehre, S. 102 ff, darauf hin, dass ein Rechtssatz entweder dem Zivilrecht oder dem öffentlichen Recht entnommen werden könne (S. 103 a. E., 104) und stellen die beiden Teilrechtsordnungen so in ein gegenseitiges Ausschlussverhältnis; anders wohl Rüthers/Fischer/Birk, Rechtstheorie, Rn. 749, die „fernwirkende Wertungen von Rechtsnormen aus anderen Rechtsgebieten“ im Rahmen der systematischen Gesetzesauslegung anerkennen, dies aber nicht im Sinne einer praktischen Anwendbarkeit weiter präzisieren. Ablehnend zur Ausstrahlung auch noch Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2014, 145 (146); so auch Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 28a ff, der in Anlehnung an die Rechtsprechung des BGH und des EuGH die Lehre von der Ausstrahlung ablehnt; s. a. Röder, Diskussionsbericht, ZHR 177 (2013), 344 (346 f).

<sup>25</sup> Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2015, 457 (462).

„allgemeine Rechtsprinzip“ konkret in die Zivilrechtsordnung hinein wirkt. Es bleibt daher auch hier eine Unvollständigkeit dieses Lösungsansatzes, der aus diesem Grunde ebenfalls abzulehnen ist.

#### **(4) Konkretisierung der zivilrechtlichen Pflichtenkataloge im Rahmen der culpa in contrahendo**

Als Lösungsweg wird weiterhin vorgeschlagen, die aufsichtsrechtlichen Pflichten zur Konkretisierung der Pflichten der Finanzdienstleister im Rahmen der Regelungen über die culpa in contrahendo (§ 311 II i. V. m. § 241 II BGB) heranzuziehen.<sup>26</sup> Über diesen Weg fänden die „Wohlverhaltensregeln“ des WpHG, namentlich die §§ 63 ff WpHG, Eingang ins Zivilrecht.<sup>27</sup>

Generell wäre dies ein Weg, über die Generalklausel der c. i. c. den Wohlverhaltensregeln den Weg ins Zivilrecht zu öffnen. Die Problematik dieser Lösung liegt jedoch darin, dass auch hier unklar bleibt, welche der Wohlverhaltenspflichten in welcher Form ins Zivilrecht Eingang finden, ähnlich wie dies bereits auch bei der Lehre von der Ausstrahlung oder vom allgemeinen Rechtsprinzip der Fall ist. Vor dem Hintergrund, dass die derzeitige Situation der Spaltung der Verhaltenspflichten in der Anlageberatung in öffentlich-rechtliche und zivilrechtliche zu Unsicherheiten in der Rechtsanwendung führt, sollte ein Weg gefunden werden, über den die Wohlverhaltensregeln als Gesamtkomplex eindeutig Eingang ins Zivilrecht finden.

#### **(5) De lege ferenda: Transformation der Wohlverhaltensregeln ins Zivilrecht**

Die dogmatisch sauberste Lösung wäre die direkte Transformation der Wohlverhaltensregeln für die Anlageberatung ins Zivilrecht. Dazu wäre aber ein entsprechender Akt des Gesetzgebers, sei es in Form einer Transformationsnorm, sei es in Form einer eigenständigen zivilrechtlichen Kodifikation der Regeln zur Anlageberatung, erforderlich.<sup>28</sup> Da dies zum jetzigen Zeitpunkt jedoch nicht abzusehen

---

<sup>26</sup> Vgl. Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 27; s. a. Tonner/Krüger, Bankrecht, § 25, Rn. 18, 26.

<sup>27</sup> Vgl. Fandrich/Karper/Frhr. v. Buttlar, Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, § 7, Rn. 8; s. Koch, Nebeneinander aufsichts- und zivilrechtlicher Beratungsvorgaben, ZBB 2014, 211 (218).

<sup>28</sup> S. dazu Bauerle, Standardisierung der Anlageberatung unter Berücksichtigung der Portfoliotheorie, 2018, S. 104 f.

ist, stellt dieser Vorschlag keine aktuell nutzbare Alternative zum derzeit bestehenden System dar.

## **(6) Zivilrechtlich – öffentlich-rechtlicher Doppelcharakter der Aufsichtsnormen**

Eine andere Ansicht sieht in den Regelungen der Aufsichtsnormen, namentlich der §§ 63 ff WpHG, Vorschriften mit einem öffentlich-rechtlich-zivilrechtlichen Doppelcharakter, so dass die sich daraus ergebenden Pflichten für die Anlageberatung direkt im Zivilrecht wirken und somit keinen außerhalb des Zivilrechts liegenden Regelungskörper bilden.<sup>29</sup> Die Pflichten aus dem WpHG – soweit nicht anderweitige Parteivereinbarungen vorliegen – präzisieren damit auch den Pflichtenkatalog auf der zivilrechtlichen Seite.<sup>30</sup> Dem Müssen des WpHG entspricht demnach das schuldrechtliche (vertragliche) Sollen des Zivilrechts.<sup>31</sup>

Aus dem Gedanken der Einheit der Rechtsordnung folgt, dass das öffentliche Recht keine anderen oder gar entgegengesetzte Anforderungen an das Verhalten von Personen und Institutionen stellen kann, als das Zivilrecht.<sup>32</sup> Das WpHG entfaltet mithin Wirkung ins Zivilrecht, die nach heutiger Rechtslage dogmatisch am saubersten mit der Theorie von der normativen Doppelnatur zu erklären ist.<sup>33</sup>

---

<sup>29</sup> Vgl. Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, Vor § 31, Rn. 3, Fn. 3 u. 4 m. w. N.

<sup>30</sup> S. a. dazu Langenbacher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 65, nach denen z. B. der Regelungsgehalt des § 31 III, IV WpHG (a. F.) „allenfalls zu einer 'öffentlich-rechtlichen Wiederholung von bestehenden zivilrechtlichen Pflichten'“ führe (m. N.). Vgl. Klöhn, Anm. zu BGH ZIP 2011, 756, ZIP 2011, 762, der den Pflichten des Anlageberaters aus dem Aufsichtsrecht (WpHG) die zivilrechtlichen Pflichten gem. §§ 675 I, 665 ff BGB gegenüberstellt.

<sup>31</sup> Ähnlich Jordans, Der Anwendungsbereich des § 826 BGB, BB 2008, 1135, der von einem „weitgehenden Gleichlauf der Pflichten aus zivilrechtlichen Beratungsverträgen und den aufsichtsrechtlichen Vorgaben des WpHG“ spricht. Zustimmung – im Hinblick auf die anlegergerechte Beratung – Mülbart, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149 (1156).

<sup>32</sup> S. Jordans, Der Anwendungsbereich des § 826 BGB, BB 2008, 1135, wenngleich ohne dogmatische Begründung. Sehr problematisch daher die Ansicht von Koller in Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, Vor § 31, Rn. 6, wonach es „den Absprachen zwischen den Wertpapierdienstleistungsunternehmen und ihren Kunden überlassen bleiben (müsse), sich auf ein höheres oder niedrigeres Schutzniveau zu einigen“. Hier tritt die Schwierigkeit zu Tage, dass eine derartige Lockerung der verbraucherschützenden Normen des WpHG neben dogmatischen Unklarheiten vor allem praktisch zu Unsicherheiten in der Anwendung führt.

<sup>33</sup> Noch besser, weil klarer, wäre es, der Gesetzgeber erkläre die Wohlverhaltenspflichten des WpHG als zivilrechtlich direkt anwendbares Recht; vgl. dazu Bauerle, Standardisierung der Anlageberatung unter Berücksichtigung der Portfoliotheorie, 2018, S. 95 ff (100 ff, 104 f); s. a. a. O., (5).

Demnach sind die „Wohlverhaltensregeln“ des WpHG (Abschnitt 1, §§ 63 ff WpHG) nicht nur Normen des öffentlichen Rechts, sondern gleichzeitig Normen des Zivilrechts und damit zivilrechtlich unmittelbar anwendbar.<sup>34</sup>

Selbst der BGH, der bislang eine zivilrechtliche Anwendbarkeit der Aufsichtsregeln ablehnt,<sup>35</sup> findet kein Problem darin, die §§ 63 ff WpHG (§§ 31 ff WpHG a. F.) heranzuziehen, „um den Umfang der Pflichten eines WpDU aus dem (zivilrechtlichen) Beratungsvertrag zu bestimmen“.<sup>36</sup> Weshalb sich das Gericht dennoch so schwer tut, die (auch) zivilrechtliche Natur der Wohlverhaltensregeln anzuerkennen, bleibt verborgen.<sup>37</sup>

## **b) Anwendung des § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV**

Damit kann der Anlageberatungsbegriff des § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV direkt herangezogen werden, um Inhalt und Umfang dessen zu bestimmen, was „Anlageberatung“ zivilrechtlich umfasst. Nach der Bestimmung des § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV ist Anlageberatung „die Abgabe von persönlichen Empfehlungen ..., die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen ...“.<sup>38</sup>

„Finanzinstrumente“ sind gem. § 2 IV WpHG „1. Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1“ sowie „... Anteile an Investmentvermögen ...“; „Wertpapiere“ sind gem. § 2 I WpHG „insbesondere ... Aktien“ und „... Schuldtitel ...“. Damit werden vom Anlageberatungsbegriff des WpHG die drei „klassischen“ Anlagearten, Aktien, Renten und Investmentanteile, erfasst. Für die folgenden Betrachtungen soll diese Auswahl an Finanztiteln genügen.

---

<sup>34</sup> Erman/Berger, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 38, spricht von einer „Doppelnatur“ in Bezug auf die aufsichtsrechtlichen Pflichten, die sich aus § 31 WpHG (a. F.) ergeben.

<sup>35</sup> S. unter vielen Entscheidungen BGH WM 2011, 682, Rn. 22; BGHZ 175, 276, Rn. 16; BGHZ 151, 5 (14); BGHZ 147, 343 (348); BGHZ 142, 345 (356).

<sup>36</sup> S. BGHZ 186, 69, Rn. 31 (bezogen auf § 34a WpHG a. F.); vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 833 m. w. N.

<sup>37</sup> Zumal sich der ehemalige Vorsitzende des „Bankensenats“, Wiechers, zwischenzeitlich einer vorsichtigen Öffnung nicht mehr zu verschließen scheint; vgl. Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2015, 457 (462); dazu oben, (3).

<sup>38</sup> Zur Fragestellung, aus wessen Sicht (Sender/Anlageberater oder Empfänger/Kunde) die Empfehlung auszulegen ist, Koller, Beratung und Dokumentation, FS Uwe H. Schneider zum 70. Geb., S. 651 ff (S. 652); Koller stellt auf einen „objektiven Maßstab“ ab, der weder der einen noch der anderen Seite allein zuzurechnen ist, räumt aber ein, dass dieser „äußerst schwammig“ sei. Richtigerweise auf den Empfängerhorizont abstellend und so der ganz herrschenden Erklärungslehre folgend, Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 113.

Nachdem die Objekte, auf die sich die Anlageberatung bezieht, geklärt sind, muss der Begriff der „Empfehlung“ erhell werden. Im Gegensatz zur bloßen Information umfasst die Empfehlung den Ratschlag, eine bestimmte Handlung vorzunehmen.<sup>39</sup> Empfehlung bedeutet also das Anraten eines Verhaltens durch den Empfehlungsgeber, das dem Empfehlungsnehmer als für ihn vorteilhaft dargestellt wird.<sup>40</sup> Häufige Formulierung in der Anlageberatung: „Ich an Ihrer Stelle würde ...“. Diese Empfehlung muss „persönlich“ sein, d. h., sie darf nicht nur durch öffentliche Verlautbarungen, wie z. B. in Börsenbriefen, über das Internet oder auf ähnliche Weise an die Allgemeinheit abgegeben werden. Entscheidendes Kriterium ist hier, dass der Anleger individuell oder individualisierbar angesprochen wird.<sup>41</sup>

## **2 Mögliche Empfehlungen im Rahmen der Anlageberatung**

### **a) Empfehlungen sind nicht zwingend transaktionsbezogen**

#### **aa) Fragestellung**

Bevor auf die Inhalte der Empfehlungen des Anlageberaters im Rahmen des Anlageberatungsprozesses näher einzugehen sein wird, ist die Frage zu klären, was „persönliche Empfehlungen“ im Sinne der Anlageberatung nach dem WpHG sind (vgl. § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV).

---

<sup>39</sup> Vgl. Koller, Beratung und Dokumentation, FS Uwe H. Schneider zum 70. Geb., S. 651 ff (S. 651 m. N.).

<sup>40</sup> Langenbacher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 36 „Empfehlung“: Der Empfehlende zeigt auf, „wie er anstelle des Anlegers handeln würde“; Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 31 WpHG, Rn. 140.

<sup>41</sup> Anders Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 31 WpHG, Rn. 140, der die Allgemeinheit der Empfehlung in Bezug auf die Genauigkeit der empfohlenen Handlungsweise im Hinblick auf die betreffenden Wertpapiere sieht. Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 90, sieht die allgemeine Empfehlung dann als gegeben an, wenn sie „aus der Sicht von Durchschnittskunden als Finanzanalysen ... anzusehen sind“.

## **bb) Scheinbare Transaktionsbezogenheit des WpHG**

Nach dem Wortlaut des Gesetzes könnte es sich bei den Empfehlungen ausschließlich um transaktionsbezogene Ratschläge handeln, da § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG von Empfehlungen spricht, „die sich auf Geschäfte ... beziehen“. Mit Geschäften werden nach dem allgemeinen Sprachgebrauch Transaktionen verstanden,<sup>42</sup> d. h. der regelmäßige Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Eine Definition von „Empfehlung“ gibt Spindler. Danach handelt es sich dann um eine „Empfehlung im Sinne der gesetzlichen Definition ..., wenn die Erklärung des Anlageberaters ein bestimmtes Verhalten des Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten als für den Adressaten vorteilhaft oder in seinem Interesse liegend darstellt ...“.<sup>43</sup>

## **cc) Der Anlageberatungsbegriff des Art. 9 DelV**

### **(1) Die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 (DelV)**

In § 63 XIII sowie in § 64 IX nimmt das WpHG Bezug auf die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565.<sup>44</sup> § 64 IX WpHG nimmt Bezug auf einzelne Artikel der DelV, die Formulierung „insbesondere“ zeigt jedoch, dass das WpHG die gesamte DelV einbezieht.

Gem. Art. 290 I AEUV kann die Kommission ermächtigt werden, delegierte Rechtsakte (vgl. Art. 290 III AEUV) „mit allgemeiner Geltung“ zu erlassen.<sup>45</sup> Diese sind etwa vergleichbar mit innerstaatlichen Rechtsverordnungen gem. Art. 80 I GG.<sup>46</sup> Die DelV ist damit als europäischer Rechtsakt unmittelbar wirksam, verbindlich (vgl. Art. 290 I UA 1 AEUV) und geht den nationalen (hier: den deutschen) Gesetzen vor. Sie kann damit genau so direkt angewandt werden, wie das WpHG.

<sup>42</sup> S. Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Geschaefft>, Abfrage vom 01.11.2018.

<sup>43</sup> Langenbucher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 36.

<sup>44</sup> Delegierte Verordnung (EU) der Kommission vom 25.04.2016, zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU 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 87/1 v. 31.03.2017.

<sup>45</sup> Vgl. Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 35.

<sup>46</sup> Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 52.

## **(2) Legaldefinition der „persönlichen Empfehlung“**

Art. 9 DelV enthält eine Legaldefinition der „persönlichen Empfehlung“ als Teil der Definition der „Anlageberatung“ (vgl. Art. 9 UA 1 DelV). In Art. 9 UA 2 lit. a DelV ist bestimmt, dass die Empfehlung (des Anlageberaters) auf „Kauf, Verkauf, ... Halten ... eines bestimmten Finanzinstruments“ gerichtet sein muss. Mit dem Halten eines Finanzinstruments benennt Art. 9 UA 2 lit. a DelV mithin eine Handlung, die kein aktives Tun, sondern ein Unterlassen (des Verkaufs) beschreibt.

Art. 9 UA 2 lit. b DelV benennt die „Ausübung bzw. Nichtausübung eines mit einem ... Finanzinstrument einhergehenden Rechts betreffend Kauf, Verkauf ... eines Finanzinstruments.“ Mit der Nichtausübung des Kaufs wird auch hier das Unterlassen einer möglichen Handlung adressiert. Der einzige Unterschied zum allgemeinen Nichtkauf ist, dass der Anleger im Falle des Art. 9 UA 2 lit. b DelV bereits über ein Finanzinstrument verfügt, das ihm einen Anspruch auf Erwerb einräumt. Beispiel hierfür wäre die Nichtausübung eines Bezugsrechts, z. B. einer Aktie. Der Bezug einer Aktie ist aber nichts anderes, als die Ausübung einer Option zum Kauf, wobei der Inhaber des Bezugsrechts einen Anspruch auf Bezug (d. h. einen Kaufanspruch) hat, der im Falle des Kaufs über die Börse nicht gegeben ist.

Der Anlageberater kann seinem Kunden z. B. raten, das Bezugsrecht nicht auszuüben; dies wäre die „Nichtausübung eines ... Kauf(s)“ i. S. d. Art. 9 UA 2 lit. b DelV. Eine solche Empfehlung entspräche der Legaldefinition von Anlageberatung gem. Art. 4 I Nr. 4 MiFiD II, § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 UA 2 lit. b DelV und viele damit in den Regelungsbereich der den Anleger schützenden Wohlverhaltensregeln der §§ 63 ff WpHG.

Riete ein Anlageberater seinem Kunden hingegen, eine Aktie, auf die der Anleger kein Bezugsrecht hat, nicht zu kaufen, wäre diese Empfehlung nach dem Wortlaut des Art. 9 UA 2 lit. a DelV nicht erfasst, da dort nur das Halten als nicht-aktives Tun (= Unterlassen des Verkaufs), nicht aber der Nichtkauf (= Unterlassen des Kaufs) benannt ist.

## **(3) Art. 9 UA 2 DelV umfasst auch die Empfehlung zum Nichtkauf**

Nun könnte man einwenden, der Nichtkauf im Rahmen der Nichtausübung eines Bezugsrechts sei von Art. 9 UA 2 lit. b DelV deshalb erfasst, weil hier der Anleger bereits über ein entsprechendes Wertpapier verfüge, auf dem das Bezugsrecht beruhe, was im Falle des Art. 9 UA 2 lit. a DelV nicht gegeben sei. Nachvollziehbar wäre diese Unterscheidung indes nicht. Denn wenn ein Anleger eine Aktie im

Depot hat, aus der kein Bezugsrecht gegeben ist und deren Nachkauf auf Empfehlung seines Anlageberaters unterlässt, ist dies faktisch dem Fall der Empfehlung gleich, ein Bezugsrecht auf diese Aktie nicht auszuüben. Es ist daher kein Grund dafür ersichtlich, dem Anleger ohne Bezugsrecht den Schutz der Wohlverhaltensregeln des WpHG und der sie begleitenden Normen im Gegensatz zum Anleger mit Bezugsrecht zu versagen, wenn er dem Rat seines Anlageberaters folgt, das Wertpapier nicht zu erwerben.

Es stellt sich hier die Frage, wie Art. 9 UA 2 lit. a DelV auszulegen ist. Zunächst ist die DelV ein europäischer Rechtsakt, so dass seine Auslegung autonom (von nationalen Auslegungsmethoden), also „europäisch“ zu erfolgen hat.<sup>47</sup> Dabei sind vorrangig die durch den EuGH entwickelten Auslegungsgrundsätze anzuwenden,<sup>48</sup> die insgesamt sehr den deutschen Auslegungsgrundsätzen nahekommen.<sup>49</sup> Der Wortlaut des Art. 9 UA 2 lit. a DelV, von dem zunächst auszugehen ist,<sup>50</sup> schließt die Empfehlung zum Nichtkauf nur im Falle der Möglichkeit des Anlegers ein, wenn dieser ein Optionsrecht zum Kauf (z. B. in Form eines Bezugsrechts auf das nicht erworbene Wertpapier) innehat (vgl. Art. 9 UA 2 lit. b DelV).

Fraglich ist, ob vor diesem Hintergrund Art. 9 UA 2 lit. a DelV extensiv dahingehend auszulegen ist, dass dieser auch die Empfehlung zum Nichtkauf (analog zur Empfehlung, ein Finanzinstrument zu halten) umfasst. Die Auslegung von Sekundärrecht der Europäischen Union (wie sie die DelV darstellt) folgt, wie bereits dargelegt, europäischer Methodik.<sup>51</sup> Kritik wird an einer allzu großzügigen Nutzung der extensiven Auslegung von europäischen Rechtsnormen durch den EuGH geübt.<sup>52</sup> Dennoch liegt es im Rahmen der europäischen Rechts- und Auslegungstradition, eine Norm dann extensiv auszulegen, wenn dies dem erkennbaren Willen des Gesetzgebers entspricht.<sup>53</sup> Dies ist hier der Fall, denn die Regelung zur Empfehlung des Anlageberaters, ein Recht auf Bezug eines Wertpapiers nicht auszuüben (vgl. Art. 9 UA 2 lit. b DelV), ist systematisch dem Fall gleichzusetzen, in dem der Anlageberater vom Erwerb eines Wertpapiers abräät, auf das kein Bezugsrecht besteht. Ob der Anleger ein derartiges Wertpapier dann

---

<sup>47</sup> Vgl. Heiderhoff, Europäisches Privatrecht, Rn. 111.

<sup>48</sup> S. Heiderhoff, Europäisches Privatrecht, Rn. 105; Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 73.

<sup>49</sup> So Heiderhoff, Europäisches Privatrecht, Rn. 106.

<sup>50</sup> So Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 73.

<sup>51</sup> Vgl. Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 73, 76. und oben, Fn. 47.

<sup>52</sup> Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 76 m. N.

<sup>53</sup> S. Heiderhoff, Europäisches Privatrecht, Rn. 109; vgl. Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 76.

in seinem Depot hat oder nicht, macht keinen Unterschied, da es hier darum geht, ihm für diesen Rat seines Anlageberaters, nicht zu kaufen, den Schutz der Wohlverhaltensregeln anzugedeihen zu lassen. Diese Auslegung entspricht im Übrigen dem vom EuGH entwickelten Prinzip des „*effet utile*“, wonach den europäischen Rechtsnormen höchstmögliche Effizienz in Bezug auf den jeweils geregelten Gegenstand (hier: Schutz der Anleger) zu verleihen.<sup>54</sup> Aus dem so ermittelten Gesetzeszweck, nämlich den Anleger bei einem Wertpapiergeschäft unter ein umfassendes Schutzregime zu stellen,<sup>55</sup> ergibt sich, dass Art. 9 UA 2 lit. a DelV extensiv dahingehend auszulegen ist, dass dieser auch die Empfehlung zum Nichtkauf (analog zur Empfehlung, ein Finanzinstrument zu halten) umfasst.

#### **dd) Abgleich mit den tatsächlichen Handlungsmöglichkeiten**

Diese Auslegung bestätigt auch ein Blick auf die tatsächlichen Handlungsmöglichkeiten, die der Anleger in Bezug auf seine Anlagen bzw. in Bezug auf sein Anlageportfolio hat. Zum einen kann er Finanzinstrumente kaufen und verkaufen, d. h., seinem Portfolio hinzufügen bzw. diese aus dem Portfolio herausnehmen. Genau so kann er aber den Kauf bzw. Verkauf eines Finanzinstruments unterlassen. Im letzteren Fall spricht man auch davon, dass der Anleger das entsprechende Finanzinstrument (Wertpapier) „hält“ (d. h., in seinem Portfolio behält, vgl. Art. 9 UA 2 lit. a DelV). Wenn aber das Halten eines Finanzinstruments unter die Geschäftsdefinition des § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV fällt,<sup>56</sup> dann muss konsequenterweise auch der unterlassene Erwerb (= Nicht-Kauf) hinzuzählen, der in gleicher Weise das Gegenstück zum Halten (= Nicht-Verkauf) ist, wie der Kauf zum Verkauf.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Zum *effet utile* s. Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 74.

<sup>55</sup> Vgl. zu diesem Ansatz am Gesetzeszweck orientierter Auslegung allgemein auch Heiderhoff, Europäisches Privatrecht, m. 109; s. a. Herdegen, Europarecht, § 8, Rn. 73.

<sup>56</sup> Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 113; Assmann/Schneider/Assmann, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 118; Kümpel/Wittig/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1. Hauptteil, 3. Teil, Rn. 3.142. Vgl. auch Schäfer, Pflicht zur Protokollierung, FS Hopt zum 70. Geb., Bd. 2, S. 2427 (2437).

<sup>57</sup> Veil, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID, WM 2007, 1821 (1822), befürwortet mit Rückgriff auf den Kundenschutz und auf die weite Begriffsbestimmung gemäß MiFID die Subsumtion der „Halteempfehlung“ unter den Begriff der Anlageberatung. Als „Gegensatzpaare“ ließen sich auch Kauf – Nichtkauf und Verkauf – Halten ansehen.

**b) Unterlassensempfehlung auch in anderem Kontext möglich****aa) § 63 VII 1 WpHG**

Die Einbeziehung aller vier Handlungsmöglichkeiten in die Begrifflichkeit von „Anlageberatung“ ergibt sich auch aus § 63 VII 1 WpHG. Dort geht es um die Entscheidung des Anlegers, wie er u. a. mit ihm „angebotenen“ Wertpapieren umgehen soll. Das „Angebot“ eines konkreten Finanzinstruments i. S. d. § 63 VII WpHG stellt eine Anlageberatung i. S. d. § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV dar, weil hier einem konkreten Anleger ein konkretes Geschäft (= Kauf) mit einem Finanzinstrument empfohlen (= angeboten) wird. Die Begrifflichkeit der „Anlageentscheidung“ gem. § 63 VII 1 WpHG beinhaltet zum einen, dass der Anleger dem Rat seines Anlageberaters folgt (und kauft), oder aber diesem nicht folgt (und nicht kauft). Vor diesem Hintergrund schließt die Anlageberatung notwendigerweise neben Kauf- auch Nichtkauf-Empfehlungen ein, die zu keiner Transaktion führen.

**bb) Parallele von Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung**

Dass alle vier möglichen Handlungsalternativen (Kauf, Nicht-Kauf, Verkauf, Halten) von der Anlageberatung umfasst sind, zeigt zudem die Parallelstellung der Anlageberatung mit der Finanzportfolioverwaltung in § 64 III 1 – 3 WpHG. Finanzportfolioverwaltung<sup>58</sup> unterscheidet sich von der Anlageberatung im Wesentlichen durch die eigene Entscheidungsfreiheit, die dem Finanzportfolioverwalter in Bezug auf die Umsetzung der vier Handlungsalternativen gegeben wird (vgl. § 2 VIII 1 Nr. 7, Nr. 10 WpHG).<sup>59</sup> Der Finanzportfolioverwalter hat in Bezug auf die ihm anvertrauten Finanzinstrumente grundsätzlich<sup>60</sup> selbst zu entscheiden, ob er sie behält, verkauft bzw. ob er neue hinzuerwirbt oder ob er den Hinzuerwerb unterlässt. Die Gleichartigkeit der Verhaltenspflichten in § 64 III 1 – 3 WpHG bei Finanzportfolioverwaltung und Anlageberatung zeigt, dass die Handlungsalternativen aus der Finanzportfolioverwaltung auch für die Anlageberatung gelten. Damit aber umfasst der Begriff des „Empfehlens“ in § 64 III 1 – 3 WpHG alle vier

---

<sup>58</sup> Die Finanzportfolioverwaltung findet sich als Sammelbegriff der „Wertpapierdienstleistungen“ (vgl. § 2 VIII 1 Nr. 7 WpHG).

<sup>59</sup> Assmann/Schneider/Assmann, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 102b; Schwark/Zimmer/Kumpan, Kapitalmarktrechtskommentar, § 2 WpHG, Rn. 81; s. a. Kümpel/Wittig/Schelm, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 2.78.

<sup>60</sup> Die Entscheidungsfreiheit kann aber im Einzelfall beschränkt werden und auch wenn der Kunde Einzelweisungen erteilt, schadet dies nicht, solange dies nicht zum Regelfall wird, sondern es bei gelegentlichen Weisungen verbleibt; s. dazu Assmann/Schneider/Assmann, WpHG-Kommentar, § 2, Rn. 102b; s. a. Schwark/Zimmer/Kumpan, Kapitalmarktrechtskommentar, § 2 WpHG, Rn. 81.

genannten Handlungs- (bzw. genau genommen auch Unterlassungs-) Alternativen.

### **cc) Die herrschende Lehre zur unterlassenen Empfehlung**

Diese Auslegung des Begriffs der Anlageberatung deckt sich auch mit der h. L., die z. B. die Möglichkeit des Entstehens eines Schadensersatzanspruchs aus unterlassener Verkaufsempfehlung bejaht.<sup>61</sup> Hinzu kommt, dass das entscheidende Kriterium der Anlageberatung die Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse des Kunden ist (vgl. Art. 4 I Nr. 4 MiFID).<sup>62</sup> Deshalb kommt es weniger darauf an, welche Handlung/Nichthandlung empfohlen wird, sondern darauf, ob diese richtig für den konkreten Anleger ist (vgl. § 64 III 2 WpHG). Die Frage, in welcher Weise § 64 III 1 – 3 WpHG auf die dort nicht ausdrücklich genannten Empfehlungsalternativen anzuwenden ist, wird im Folgenden erörtert werden.

### **dd) Die Empfehlung, nicht zu kaufen, ist keine „Unterlassung“**

Deutlich trennen muss man die Empfehlung des Anlageberaters, den Kauf eines Wertpapiers nicht zu tätigen (den Kauf also zu unterlassen) von der unterlassenen Empfehlung eines Anlageberaters. Letzterenfalls hat der Anlageberater eine ihm (ggf. vertraglich obliegende) Pflicht, eine Empfehlung auszusprechen, unterlassen. Ersterenfalls hingegen hat der Anlageberater ja gerade gehandelt; er hat eine Empfehlung ausgesprochen, nur dass diese eine Empfehlung zu einem Unterlassen des Anlegers war. Mit den Kategorien des Unterlassens hat die Empfehlung zum Nichtkauf mithin nichts zu tun. In diesem Fall ist der Anlageberater tätig (spricht also eine Empfehlung aus), der Anleger hingegen ist aufgrund dieser Empfehlung untätig geblieben. Letzteres ändert die Qualität des Tuns des Anlageberaters (der handelt, nicht jedoch unterlässt) jedoch nicht.

---

<sup>61</sup> Vgl. MünchKomm-HGB/Ekkenga, Bd. 5, Effektengeschäft, Rn. 406 zum Schadensersatz bei unterlassenem Erwerb aufgrund Fehlinformation.

<sup>62</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II); vgl. Einsele, Anlegerschutz durch Information und Beratung, JZ 2008, 477 (480); Weichert/Wenninger, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten, WM 2007, 627 (631).

### III Die Auswirkungen der Unterlassungsempfehlung

#### 1 Änderung des Anlagerisikos<sup>63</sup>

Wenden wir uns nun der Frage zu, welche Auswirkungen es auf das Wertpapierdepot des Anlegers hat, wenn er dem Rat seines Anlageberaters folgt. Solche Auswirkungen liegen unmittelbar nur vor, wenn ein Depot in seinem Bestand verändert wird. Nach der herrschenden Portfoliotheorie<sup>64</sup> ergibt sich aus der Kombination der Risiken verschiedener Wertpapiere ein Gesamtrisiko, das typisch für das jeweilige Anlageportfolio ist. Fügt man ein Wertpapier oder mehrere Wertpapiere hinzu oder entfernt man eines oder mehrere aus dem Depot, so ändert sich regelmäßig auch die Portfolio-Gesamtrisikostruktur.<sup>65</sup> Rechtlich geht es im Wesentlichen um die Fragestellung, ob die Empfehlung eines Anlageberaters das Risiko im Depot so verändert hat, dass dieses Risiko nicht mehr der Risikoneigung des Anlegers entspricht. Das Gesetz nimmt auf diese Tatsache in § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 DelV Bezug. Danach müssen die sich aus einer Anlageempfehlung ergebenden „Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar“ sein (vgl. Art. 54 II 2 lit. b DelV). Das bedeutet, dass die Anlageempfehlung nur ein solches Risiko beinhalten darf, welches – so es sich realisiert – das jeweils mit der konkreten Anlage verfolgte Anlageziel nicht gefährdet.

#### 2 Einzelproduktbezogene Risikobetrachtung

Nun kann das einer Wertpapieranlage innewohnende Risiko auf zweierlei Weise betrachtet werden. Man kann das Risiko isoliert als Einzelanlagerisiko, d. h. nur bezogen auf das jeweils untersuchte Wertpapier, ansehen. Als Beispiel für einen derartigen Fall diene der 40jährige Anleger, der seine Altersvorsorge aufbauen will. Dafür hat er 100.000 € in verschiedenen Wertpapieren angelegt (er besitzt also ein Portfolio im Werte von 100.000 €). Jetzt geht es um die Anlage von 10.000 € aus diesem Portfolio. Wenn ihm sein Anlageberater für sein bislang nur aus Rentenfonds zusammengesetztes Portfolio den Erwerb von 10.000 € eines DAX-Aktienfonds empfiehlt, wäre dann ein theoretischer Verlust von 50% oder gar 100% dieses Portfolioanteils für den Anleger finanziell nicht mehr tragbar (vgl. § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. b DelV)? Bei erstem Ansehen könnte man

---

<sup>63</sup> Risiko definiert als Maß für die mögliche Schwankungsbreite der Wertentwicklung einer (Wertpapier-) Anlage.

<sup>64</sup> Sehr gut und sehr knapp zusammengefasst findet sich die Portfoliotheorie bei Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 100 ff (S. 101 f).

<sup>65</sup> Außer in dem sehr unwahrscheinlichen Fall, dass z. B. verkaufte Wertpapiere in ihrer Risikostruktur exakt der Risikostruktur des Gesamtportfolios entsprechen.

annehmen, dass dies nicht der Fall sei, da es sich um einen Verlust von lediglich 5% bis 10%, bezogen auf das Gesamtportfolio (im Wert von 100.000 €) handeln würde. Legt man aber die Einzelproduktbetrachtung zugrunde, ergäbe sich, dass die Verlustmöglichkeit von 50% bis 100% (des Portfolioanteils im Wert von 10.000 €) nicht für ein für die Altersvorsorge geeignetes Produkt spricht. Deshalb ist hier dringend Klärung erforderlich,<sup>66</sup> die in Literatur und Rechtsprechung derzeit noch nicht ersichtlich ist, da weder Literatur noch Rechtsprechung dieses Thema in der Breite problematisieren.

### **3 Portfoliobezogene Risikobetrachtung**

#### **a) Blick auf das Gesamtportfolio grundsätzlich notwendig**

Aus dem Gesagten ergibt sich jedoch, dass sich die finanzielle Tragbarkeit nicht nur auf die Einzelanlage beziehen kann, sondern mit Blick auf das Gesamtportfolio des Kunden beurteilt werden muss.<sup>67</sup> Denn zum einen kommt es bei Verfolgen eines übergeordneten Anlageziels, wie z. B. dem Altersvorsorgeaufbau, auf das Resultat des Anlageportfolios in seiner Gesamtheit an; schließlich will der Anleger in unserem Beispiel 100.000 € für seine Vorsorge anlegen, nicht jedoch nur 10.000 €.

#### **b) Anlagerisiko kann im Portfolio anders zu beurteilen sein**

Zum Zweiten wirkt jede Einzelanlage im Kontext eines Portfolios möglicherweise anders, als bei isolierter Betrachtung. Die Portfoliotheorie, entwickelt von Harry Markowitz im Jahre 1952,<sup>68</sup> fußt auf der Erkenntnis, dass das Risiko mehrerer Anlageformen bei passender Zusammensetzung geringer sein kann, als die

---

<sup>66</sup> Kritisch zu einer allein auf Einzeltitel bezogenen Auslegung des Risikobegriffs des WpHG Duve/Keller, MiFID II, BB 2006, 2477 (2478) mit Verweis auf Erwägungsgrund 57 der Durchführungsrichtlinie.

<sup>67</sup> Vgl. OLG Jena, WM 2004, 1946 (1947). Das lässt sich auch bei Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 251, erkennen, der im Hinblick auf die Umsetzung einer Anlagestrategie („konservativ“, „renditeorientiert“ oder „spekulativ“) ausführt, dass z. B. bei einer Aktienbeimischung in einem Depot „ein Schwerpunkt auf einer angemessenen Streuung der Anlagetitel liegt“; vgl. für die Vermögensverwaltung auch Fandrich/Karper/Frhr. v. Buttler, Anwalts-Handbuch, § 7, Rn. 545.

<sup>68</sup> Harry Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. VII, No. 1, March 1952, S. 77 ff.

Summe der Einzelrisiken.<sup>69</sup> Das bedeutet: Zwei einzelne Anlageformen mit jeweils „hohem“ Risiko können in Kombination ein nur noch „mittleres“ oder gar ein „geringes“ Risiko aufweisen.<sup>70</sup>

Zur Erklärung dieses Effekts gehen wir von folgender Konstellation aus: Ein Anleger investiert 10.000 € in einen DAX-Fonds und weitere 10.000 € in einen Gold-Fonds. Wenn es nun im Gefolge steigender Inflation zu Zinssteigerungen kommt, fallen regelmäßig die Aktienkurse; denn höhere Zinsen verteuern – vereinfacht gesagt – die Kreditaufnahme und damit die Investitionskosten der Unternehmen und belasten deren Gewinne, was sich in sinkenden Aktienkursen niederschlägt. Umgekehrt suchen bei steigender Inflation viele Anleger die Sicherheit der Sachwertanlage „Gold“ und der Goldpreis steigt. Somit liegen zwei gegenläufige Kursentwicklungen vor. Fallenden Aktienkursen stehen steigende Goldpreise gegenüber und vice versa. In der oben geschilderten Kombination von Investments kann der steigende Kurs eines Goldfonds den fallenden Kurs eines Aktienfonds (zumindest teilweise) kompensieren.<sup>71</sup> Da dies auch bei umgekehrter Kursentwicklung gilt (fallende Zinsen – steigende Aktienkurse, rückläufiger Goldpreis), verringert die Mischung der beiden Anlageformen die Schwankungen des Gesamtportfolios und damit das Gesamtrisiko,<sup>72</sup> welches der Anleger trägt.

### c) Keine unmittelbare Wirkung von Nicht-Transaktionen

In diesem Sinne haben nur der Kauf und der Verkauf von Wertpapieren Auswirkungen auf die Risikostruktur des Portfolios. Wenn in unserem Beispiel der Anleger sein Depot mit 100.000 € unverändert lässt, ist für eine Diskussion der finanziellen Tragbarkeit kein Raum. Denn die Risikostruktur des Depots des Anlegers hat sich beim Nicht-Kauf wie beim Nicht-Verkauf nicht verändert.

Die Empfehlung, ein Wertpapier zu (be-)halten oder die Empfehlung, von einem Kauf Abstand zu nehmen, werden von einem solchen auswirkungsbezogenen Risikobegriff nicht erfasst.

---

<sup>69</sup> Zur Portfoliotheorie s. Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 100 ff (S. 101 f).

<sup>70</sup> Vgl. BGHZ 175, 276, Rn. 27.

<sup>71</sup> Vgl. zum Portfolio Breuer/Gürtler/Schuhmacher, Portfoliomanagement, S. 5 a. E., 6.

<sup>72</sup> Vgl. auch das Beispiel des konnexen Gegengeschäfts in BGHZ 189, 13, Rn. 26.

## IV Ansprüche aus einer fehlerhaften Empfehlung

### 1 Keine Pflicht zur Anlageberatung, aber Pflicht zur „richtigen“ Anlageberatung

Die Frage, ob eine Anlageempfehlung „richtig“ i. S. d. § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. b DelV ist, berührt nicht das „Ob“ einer Anlageempfehlung, sondern deren „Wie“, d. h. die Frage, wie eine Anlageempfehlung (vgl. § 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV) ausgestaltet sein muss, so sie denn ausgesprochen wird. Der Anlageberatungsvertrag ist Geschäftsbesorgung gem. § 675 I BGB (s. oben, II 1 a) aa), S. 4). Er verpflichtet den Geschäftsbesorger zu einer „entgeltliche(n), selbständige(n) Tätigkeit wirtschaftlicher Art zur Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen“.<sup>73</sup> Eine Pflicht zur Anlageberatung ist daher nur dann anzunehmen, wenn ein Anlageberatungsvertrag geschlossen worden ist.<sup>74</sup> Denn eine generelle Pflicht zur Anlageberatung besteht nicht.<sup>75</sup> Hier geht es jedoch nicht um die Frage, ob den Anlageberater überhaupt eine Pflicht zum Aussprechen einer Anlageempfehlung trifft. Denn in der angenommenen Fallkonstellation hat der Anlageberater ja eine Empfehlung ausgesprochen. Ob er dazu im Vorfeld der Anlageberatung bereits verpflichtet war oder nicht, ist insoweit irrelevant, als der Anlageberatungsvertrag mit den daraus folgenden schuldrechtlichen

---

<sup>73</sup> Erman/Berger, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 7 m. w. N.; vgl. Palandt/Sprau, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 2; s. MünchKomm/Heermann, § 675, Rn. 3; P/W/W/Fehrenbacher, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 2; Nomos Hk-BGB/Schulte-Nölke, § 675, Rn. 4; Jauernig/Mansel, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 3, 4; v. Staudinger/Martinek, BGB-Kommentar, § 675, Rn. A 9; Bamberger/Roth, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 3; Jacoby/v. Hinden, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 2; jurisPK-BGB/Hönn, § 675, Rn. 6, stellt auf die Selbständigkeit der Tätigkeit wirtschaftlicher Art im fremden Interesse ab. Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht, § 29, Rn. 43, weist auf die nach wie vor bestehende Strittigkeit des Begriffs der „Geschäftsbesorgung“ i. S. d. § 675 BGB hin. Eingehend zur dogmatischen Begründung der Fremdnützigkeit des Anlageberatungsvertrages aus Sicht des Anlageberaters Weller, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags, ZBB 2011, 191 (196 ff); s. a. Uffmann, Fehlanreize in der Anlageberatung, JZ 2015, 282 (288); aufsichtsrechtlich folgt die Fremdnützigkeit aus § 31 I Nr. 1 WpHG a. F. (jetzt § 63 I WpHG), so für viele Heusel, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung, JuS 2013, 109 (111).

<sup>74</sup> Vgl. BGH NJW 2015, 2248, Rn. 22 ff; MünchKomm-HGB/Nobbe/Zahrte, Bd. 6, Anlageberatung, Rn. 35; so auch Mülbart, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149 (1154), der demgegenüber die Pflicht zur Anlageberatung allein aus § 31 II Nr. 2 WpHG a. F. (Stand 2007; vergleichbar mit dem jetzigen § 63 VII 1 WpHG) verneint. Im Ergebnis sei dies faktisch jedoch ohne Bedeutung, da bei Vorliegen eines Anlageberatungsvertrages die Pflichten aus § 31 II Nr. 2 WpHG a. F. (Stand 2007; vergleichbar mit dem jetzigen § 63 VII 1 WpHG) einzuhalten seien (a. a. O., 1154 f).

<sup>75</sup> MünchKomm-HGB/Ekkenga, Bd. 6, Effektengeschäft, Rn. 251, 253.

Sorgfaltspflichten aus den Wohlverhaltensregeln des WpHG nach h. M. spätestens mit dem Beginn der Anlageberatung, die im Aussprechen von Anlageempfehlungen endet, zustandekommt.<sup>76</sup>

Voraussetzung für einen konkludenten Vertragsschluss ist, dass der Anlageberater die Wichtigkeit seiner Beratung für den Kunden erkennen kann,<sup>77</sup> was regelmäßig der Fall ist.

Mit dem Anlageberatungsvertrag verpflichtet sich der Anlageberater, seinem Vertragspartner (Kunden) Anlageberatung i. S. d. § 64 III 1 WpHG zu „erbringen“. Damit geht er die Verpflichtung ein, den Anleger zu beraten und für diese Beratung auch einzustehen. Nur unter diesem Aspekt ist die Regelung des „Gefälligkeitsratschlages“ in § 675 II BGB zu verstehen. Dort wird bestimmt, dass ausnahmsweise eine Verpflichtung des Ratgebers zum Schadensersatz nicht besteht, die ihre Begründung darin hat, dass der Rat gefälligkeitshalber, also außerhalb eines Dienst- oder Werkvertragsverhältnisses (vgl. § 675 I BGB) gegeben wird.

Die Streitfrage um den allgemeinen Bankvertrag<sup>78</sup> kann unberücksichtigt bleiben, weil hier die konkrete Umsetzung der Anlageberatung, also der Anlageberatungsvertrag selbst, welcher der Anlageberatung mit oder ohne allgemeinen Bankvertrag zugrunde liegt, in Rede steht. Der Bank kommt im Verhältnis zu dem von ihr Beratenen eine ganz besondere Vertrauensstellung zu.<sup>79</sup>

---

<sup>76</sup> St. Rspr; vgl. BGH WM 1993, 1455 (1456, „Bond“-Urteil); BGH NJW 2002, 3093 (3095); BGH NJW 2009, 3429, Rn. 47.

<sup>77</sup> Heusel, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung, JuS 2013, 109 (109 f); krit. zur Rspr. zum Vertragsschluss Buck-Heeb, Die „Flucht“ aus dem Anlageberatungsvertrag, ZIP 2013, 1401 (1403).

<sup>78</sup> Dafür, mit umfassenden Nachweisen zum Streitstand, Claussen/Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 1, Rn. 193 ff (Fn. 208); zustimmend auch Bamberger/Roth, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 43; s. a. v. Staudinger/Martinek, BGB-Kommentar, § 675, Rn. B 27 ff m. w. N. Ablehnend die Rechtsprechung, so statt vieler: BGH NJW 2002, 3695 (3696 f) mit zahlreichen Nachweisen zu beiden Meinungen.

<sup>79</sup> Mit Verweis auf die Vertrauensstellung der Bank qua Fachkunde s. bereits das „Bond“-Urteil, BGH WM 1993, 1455 (1456 f); so auch MünchKomm/Heermann, § 675, Rn. 56; Erman/Berger, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 29; so auch Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 4, Rn. 3, der ebenfalls den Umstand betont, dass der Anlageberater einen Überblick über wirtschaftliche Zusammenhänge hat, über die der Beratene regelmäßig nicht verfügt; s. a. v. Staudinger/Martinek, BGB-Kommentar, § 675, Rn. B 8. In seiner Begründung zum WpHG-Entwurf betont der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages ebenfalls die Tatsache, dass „... den in der Anlageberatung tätigen ... Personen ... von den Kunden in der Regel ein großes Vertrauen entgegengebracht (wird)“, BT Drs. 12/7918, S. 104 (zum neuen § 30b WpHG, Absatz 2); Schlick, Die aktuelle Rechtsprechung des III. Zivilsenats des BGH, WM 2011, 154, sieht den Anlageberater als „im Lager des Anlegers“ stehend an.

Als Reflex daraus folgt nach den Grundsätzen des Schuldrechts eine besondere Fürsorgepflicht des Beraters,<sup>80</sup> denn er hat die Interessen des von ihm Beratenen zu wahren.<sup>81</sup>

Dies erhellt auch das Zusammenwirken von BGB und WpHG. Während aus § 675 I BGB die Pflicht des Anlageberaters zur Raterteilung folgt, also das „Ob“ einer Beratung, regelt das WpHG, namentlich in § 2 III 1 Nr. 10, § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 DelV, in welcher Weise dieser Rat erteilt werden muss; das WpHG legt damit das „Wie“ der Raterteilung fest. Es besteht damit derzeit ein zweistufiges System in den Normen der Anlageberatung:

Stufe 1 – „Ob“ – BGB;

Stufe 2 – „Wie“ – WpHG i. V. m. BGB (z. B. § 242 BGB).

## 2 Vertragliche Ansprüche

### a) Anspruchsgrundlage: §§ 280 I, 675 I BGB

Der Anlageberatungsvertrag ist entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag i. S. d. § 675 I BGB (s. oben, II, S. 4 ff. m. N.) und begründet damit ein Schuldverhältnis i. S. d. § 311 I BGB. Entsprechend kann die Verletzung der sich aus dem Geschäftsbesorgungsvertrag ergebenden Pflichten<sup>82</sup> zu vertraglichen Schadensersatzansprüchen (§§ 280 ff BGB) führen. Voraussetzung für einen derartigen Schadensersatzanspruch ist zunächst eine Pflichtverletzung des Schuldners, die

---

<sup>80</sup> So wird allgemein eine Pflicht der Bank zur Aufklärung, Warnung, Auskunft und Beratung postuliert. S. BGH WM 1993, 1455 (1456 f); vgl. BGHZ 142, 345 (355 zum Nichtbestehen der Pflichten); BGH WM 2000, 426 (427). S. auch MünchKomm/Heermann, § 675, Rn. 54; vgl. P/W/W/Fehrenbacher, BGB-Kommentar, § 675, Rn. 24. Derleder/Knops/Bamberger-Bamberger, Deutsches u. europ. Bank- u. Kapitalmarktrecht Bd. 2, § 52, Rn. 2, geht sogar so weit, den Zweck der Anlageberatung „in erster Linie (im) ... Schutz des Anlegers“ zu sehen. Dem ist zu widersprechen, liegt der Zweck der Anlageberatung nicht primär darin, den Kunden zu schützen, sondern ihm durch fachkundigen Rat zur Mehrung seines Vermögens oder zu dessen Erhalt zu verhelfen; die die Anlageberatung begleitenden Schutzpflichten sind begleitende (vertragliche) Verpflichtungen, nicht aber Hauptpflicht, ähnlich wie beim Kauf, dessen Zweck ja auch nicht im Schutz des Käufers vor Gefahren liegt, sondern darin, ihm das Eigentum an dem gekauften Gegenstande zu verschaffen (§ 433 I 1 BGB). Zur Herleitung der Auskunftspflicht des Bankberaters s. a. v. Staudinger/Martinek, BGB-Kommentar, § 675, Rn. B 8.

<sup>81</sup> So deutlich Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2012, 477 (479).

<sup>82</sup> Weil § 280 I BGB das Bestehen eines Schuldverhältnisses voraussetzt, gegen dessen Leistungspflichten bei Erfüllung verstoßen worden ist; vgl. MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 6.

dieser zu vertreten hat,<sup>83</sup> sowie ein daraus sich ergebender Schaden des Gläubigers (vgl. § 280 I BGB).<sup>84</sup> Da in den hier betrachteten Fällen die Problematik der verspäteten Empfehlung ausgeklammert ist, kommt ein Schadensersatzanspruch gem. § 280 II i. V. m. § 286 BGB nicht in Betracht.<sup>85</sup> Ebenso scheiden Schadensersatzansprüche „statt der Leistung“ aus, da der Berater seine Beratung ja ausgesprochen hat, die Regelungen der §§ 281 ff BGB (Ersatz bei Nicht- oder fehlerhafter Leistung, vgl. § 281 I BGB),<sup>86</sup> Verletzung von Nebenpflichten (vgl. §§ 282, 241 II BGB)<sup>87</sup> oder Unmöglichkeit (vgl. §§ 283, 275 I – III BGB)<sup>88</sup> mithin nicht einschlägig sind.

Ein Wort in diesem Zusammenhang zur fehlerhaften Leistung gem. § 281 I 1 Alt. 2 BGB: Die dort intendierten Fälle sind die der minderwertigen Pflichterfüllung, wenn beispielsweise beim Kauf minderwertige Ware geliefert wird (vgl. dazu die Verweisung in § 437 Nr. 3 BGB). In diesem Falle kann der Gläubiger Schadensersatz „statt“ der (minderwertigen) Leistung verlangen (vgl. § 281 I 1 Alt. 2 BGB). Bei der fehlerhaften Empfehlung geht es jedoch nicht darum, diese zurückzuweisen (Schadensersatz „statt“ der Leistung). Das ist aus der Natur der Empfehlung heraus gar nicht möglich, da sie – einmal ausgesprochen und umgesetzt – regelmäßig nicht mehr „zurückgenommen“ werden kann. Eine Nachfristsetzung erübrigt sich deshalb (vgl. § 281 I 1 BGB a. E.).<sup>89</sup> Es geht somit allein um die Frage der Kompensation des aus dem Befolgen dieser (fehlerhaften) Empfehlung entstandenen Schadens beim beratenen Gläubiger (hier also beim Bank- oder Beraterkunden, vgl. §§ 280 I, 249 I BGB).

---

<sup>83</sup> Zum Schadensersatzanspruch gem. § 280 I BGB, der seinen Rechtsgrund in der Figur der bislang so genannten positiven Forderungsverletzung hat, s. MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 2, 4, 8.

<sup>84</sup> Vgl. MünchKomm-HGB/Nobbe/Zahrte, Bd. 6, Anlageberatung, Rn. 292 – 301.

<sup>85</sup> S. dazu Erman/Westermann, BGB-Kommentar, § 280, Rn. 10; MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 1.

<sup>86</sup> Dazu Palandt/Grüneberg, BGB-Kommentar, § 281, Rn. 2.

<sup>87</sup> Dazu Palandt/Grüneberg, BGB-Kommentar, § 282, Rn. 1 ff.

<sup>88</sup> S. hierzu MünchKomm/Ernst, § 283, Rn. 1 ff, § 275, Rn. 6.

<sup>89</sup> Zu den Pflichten, die nicht auf die Erfüllung eines positiven Leistungsinteresses gerichtet sind, s. MünchKomm/Ernst, § 281, Rn. 8.

## b) Die Pflichten des Beraters aus dem Anlageberatungsvertrag

Im Folgenden sind nunmehr die Pflichten des Anlageberaters auszuleuchten, da der Verstoß gegen sie die Schadensersatzpflicht des Beraters begründet (vgl. § 280 I 1 BGB).<sup>90</sup>

### aa) Fragen des Anlageberaters an seinen Kunden

Anlageberatung ist – wie bereits oben in I 2 (S. 2 ff.) gezeigt – u. a. das Aussprechen von Empfehlungen an den Beratenen. Diese Empfehlungen stützen sich zum einen auf die Erkenntnisse, die der Anlageberater über seinen Kunden, den Beratenen, erlangt hat, wie z. B. dessen Anlageziele (die zum Zwecke der praktischen Handhabbarkeit in der Anlageberatung zu monetarisieren sind)<sup>91</sup> und finanziellen Verhältnisse (aus der die Risikotragfähigkeit des Anlegers folgt,<sup>92</sup> die der Anlageberater zur prüfen hat<sup>93</sup>), seine Kenntnisse über Wertpapiere usw. Das WpHG stellt in § 64 III 1 einen umfangreichen Katalog an Fragen auf, die der Anlageberater seinem Kunden, falls für die Anlageberatung erforderlich, stellen muss.<sup>94</sup> Diese gesetzlichen Pflichten sind aufgrund der Doppelnatur der Normen des WpHG als öffentlich-rechtliche und zivilrechtliche unmittelbar Bestandteil des

---

<sup>90</sup> S. dazu auch MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 10 ff.

<sup>91</sup> Im Prinzip auf Monetarisierung der Anlageziele abstellend auch Mülbert, Anleger-schutz und Finanzmarktregulierung, ZHR 177 (2013), 160 (166). Diesem Umstand wird in der Literatur kaum Rechnung getragen; vgl. z. B. Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 139; Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 247 ff. Ganz ablehnend Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 31 WpHG, Rn. 250a, der die Bedeutung der Anlageziele für die Beratung als „überschaubar“ bezeichnet. Nach ihm ist (nahezu allein) entscheidend die Risikoneigung des Anlegers; ohne eine Vorstellung von der Zielsetzung des Anlegers lassen sich dessen Anlageziele aber nicht monetarisieren, was dazu führt, dass Anlageberatung kein planvoll aufbauender Prozess, sondern eine an einzelnen Risikofaktoren ausgerichtete Vermögensanlage ist, deren Ausgang ziel- und somit orientierungslos ist; den Anforderungen an „Anlageberatung“ dürfte dies wohl schwerlich genügen (vgl. § 64 III 1, 3 WpHG i. V. m. Art. 54 DelV); im Allgemeinen verbleibt auch Preuße/Zingel/Schäfer, WpDVerOV-Kommentar, § 6, Rn. 43.

<sup>92</sup> Vgl. Veldhoff, Die Haftung von Kreditinstituten, S. 153; s. a. Deutsches u. europ. Bank- u. Kapitalmarktrecht Bd. 2, § 52, Rn. 108.

<sup>93</sup> Dies ist auch nach Art. 25 II MiFID II durch den Berater zu erfragen und zu prüfen; vgl. Kurz, MiFID II, DB 2014, 1182 (1184), die im Rahmen der MiFID II von einer „Erweiterung der Kriterien für die Geeignetheitsprüfung“ ausgeht (a. a. O.), welche jedoch bereits nach bestehender Rechtslage (vor MiFID II) in Deutschland gegeben sein dürfte.

<sup>94</sup> Vgl. zur Pflicht der Bank, die Anlageziele ihres Kunden zu erfragen, BGHZ 189, 13, Rn. 22.

Anlageberatungsvertrages gem. § 675 I BGB.<sup>95</sup> Das WpHG stellt diesen Fragenkatalog auf, weil er dem Anlageberater die Grundlage dafür geben soll, ein für den Kunden maßgeschneidertes Anlageprodukt (d. h., ein Produkt, das genau seinen Interessen entspricht<sup>96</sup>) zu finden und zu empfehlen.

### **bb) Die Eignung des zum Kauf empfohlenen Finanzinstruments**

Das WpHG bezeichnet ein solches Produkt als für den Kunden „geeignet“ (§ 64 III 1 WpHG).<sup>97</sup> An die „Geeignetheit“ knüpft § 64 III 1, 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 DelV drei Erfordernisse:

- (1) Das empfohlene Produkt muß den Anlagezielen des Kunden „auch hinsichtlich seiner Risikobereitschaft“ entsprechen (vgl. Art. 54 II 2 lit. a DelV).
- (2) Die aus dem Produkt sich ergebenden Anlagerisiken müssen für den Kunden „seinen Anlagezielen entsprechend finanziell trabar“ sein (vgl. Art. 54 II 2 lit. b DelV).
- (3) Der Kunde muss die Anlagerisiken verstehen können (vgl. Art. 54 II 2 lit. c DelV).

Die so formulierten Anforderungen an die Kaufempfehlung für ein Wertpapier hatte der BGH schon vor Inkrafttreten des WpHG in seinem „Bond“-Urteil<sup>98</sup> niedergelegt. Danach hat ein Anlageberater die aus dem Anlageberatungsvertrag folgende Verpflichtung, seinen Kunden anleger- und anlagegerecht (der BGH

---

<sup>95</sup> Selbst die Lehre von der „Ausstrahlungswirkung“ oder der Ansatz über „allgemeine Rechtsprinzipien“ kommen zum selben Ergebnis, wie die Lehre von der Doppelnatur. Zur „Ausstrahlungslehre“ s. Mülbart, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149 (1154); s. dazu auch Podewils/Reisich, Haftung für „Schrott“-Zertifikate, NJW 2009, 116 (119 m. w. N.) und Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, Vor §§ 31 ff, Rn. 81 ff; im Sinne einer „Ausstrahlung“ auch Clausen/Kirchhartz, Bank- und Börsenrecht, § 3, Rn. 61; s. Otto, Modernes Kapitalmarktrecht, WM 2010, 2013 (2018 f.); zur Lehre von den „allgemeinen Rechtsprinzipien“ s. Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2015, 457 (462). Zum Ganzen s. o., II 1 a) cc) (2), (3), S. 6 ff.

<sup>96</sup> Preußel/Zingel/Schäfer, WpDVerOV-Kommentar. § 6, Rn. 5, 14.

<sup>97</sup> Beispiele aus der Rechtsprechung: BGH WM 2011, 682, Rn. 24; BGHZ 142, 345 (357); BGH WM 1993, 1455 (Leits. 1455, 1456; „Bond“-Urteil).

<sup>98</sup> BGH, Urt. v. 06.07.1993, WM 1993, 1455.

sagt zu letzterem auch „objektgerecht“) zu beraten.<sup>99</sup> Das bedeutet, dass die Anlage zum Anleger „passen“ muss; eine Anlage passt dann zum Anleger, wenn sie genau die Anforderungen erfüllt, die § 64 III 1, 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II, IV – XI DelV an sie stellt.<sup>100</sup> Insofern ist das WpHG i. V. m. der DelV in weiten Teilen zum Gesetz verdichtetes Richterrecht.<sup>101</sup>

Bei den in der Rechtsprechung im Vordergrund stehenden Kaufempfehlungen geht es zumeist um die Frage, ob die empfohlene Anlage in ihrer Risikostruktur zum Anleger passt.<sup>102</sup> Vielfach stellen die Gerichte fest, dass dem Anleger ein Wertpapier oder eine andere Anlageform (z. B. ein Anteil an einem geschlossenen Fonds) empfohlen wurde, dessen bzw. deren Risikostruktur nicht mit der grundsätzlichen Risikoeinstellung des Anlegers übereinstimmt (d. h., zu risikoreich ist)<sup>103</sup> oder aber den Anlagezielen des Kunden nicht entspricht.<sup>104</sup> Die Rechtsprechung prüft eine Anlageempfehlung also an dem Maßstab der Risikoeinstellung des Kunden und / oder an seinen Anlagezielen auf ihre vertragsgemäßheit. Dasselbe gilt auch gesetzlich, denn gem. § 64 III 1 Nr. 3 WpHG muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen von seinem Kunden die Informationen über seine Anlageziele, „einschließlich seiner Risikotoleranz“ einholen, „um

---

<sup>99</sup> BGH, UrT. v. 06.07.1993, WM 1993, 1455 (Leits., 1455).

<sup>100</sup> Zu den Anforderungen der Rechtsprechung an die anleger- und anlagegerechte Beratung s. statt vieler BGH WM 2011, 682, Rn. 20, 25; BGH NJW 2009, 3429, Rn. 49; BGH NJW 2008, 3700 (3701); BGH NJW 2006, 2041, Rn. 12; BGH NJW 2005, 2917 (2919); BGH WM 1993, 1455 (Leits., 1455; „Bond“-Urteil). Zu den Inhalten der anleger- und anlagegerechten Beratung s. BGH WM 2011, 682, Leits. a), Rn. 20, 22, 24; BGH NJW 2009, 3429, Rn. 49; BGH NJW 2006, 2041, Rn. 12; BGH NJW 2005, 2917 (2919); BGH, BGH WM 1993, 1455 (Leits., 1455), „Bond“-Urteil).

<sup>101</sup> Zwischenzeitlich kann auch davon ausgegangen werden, dass die Beratungspflichten aus dem WpHG zumindest als Gewohnheitsrecht Gültigkeit erlangt haben, wie dies für zahlreiche später im AGBG (jetzt in §§ 305 ff BGB) niedergelegte Pflichten bei der Anwendung von AGB der Fall war; zu letzterem vgl. MünchKomm/Basedow, Vor § 305, Rn. 8 ff.

<sup>102</sup> Zur Fundierung der Anlageempfehlung vgl. auch KK-WpHG/Möllers, § 31, Rn. 361, 328, 331.

<sup>103</sup> In Bezug auf die Risikoeinstellung des Anlegers gibt es bei der Anlageempfehlung nach übereinstimmender Ansicht nur ein „Überschreiten“, kein „Unterschreiten“ (erstes als Empfehlen einer zu riskanten, letzteres als Empfehlen einer zu „risikoarmen“ Anlageform), so dass diese Fragestellung gar nicht erst diskutiert wird.

<sup>104</sup> Zum Pflichtenkatalog des Anlageberaters in Bezug auf die anlage- und anlegergerechte Beratung s. aus der zahlreichen Rechtsprechung beispielhaft BGH WM 2011, 682, Leits. a), Rn. 20, 22, 24; BGH NJW 2009, 3429, Rn. 49; BGH NJW 2006, 2041, Rn. 12; BGH NJW 2005, 2917 (2919) = BGHZ 163, 311.

dem Kunden ein Finanzinstrument ... empfehlen zu können, das ... für ihn geeignet ist ...“<sup>105</sup>

### cc) Unterscheidung von Anlageziel und Risikoeinstellung

Die Anlageziele des Kunden sind zentraler Bestandteil der Anlageberatung.<sup>106</sup> Von ihnen aus ist zu bestimmen, welche Anlagestrategie der Anleger zu ihrer Erreichung einsetzt und welche Arten konkreter Finanzinstrumente dafür genutzt (d. h. auch durch den Anlageberater empfohlen) werden.<sup>107</sup> Obgleich über die Anlageziele – wohl weil ihr Erfragen im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten kann – in der Beratung vielfach vernachlässigt werden,<sup>108</sup> ist ihr genaues Erfragen, da ohne ihre Kenntnis keine gesetzeskonforme Beratung erfolgen kann, so bedeutsam.<sup>109</sup>

Weiterhin ist wichtig, zwischen Anlagezielen und der Risikoeinstellung des Anlegers zu unterscheiden. In der Praxis werden beide jedoch häufig miteinander vermischt,<sup>110</sup> z. B. wenn von „konservativen Anlagezielen“ die Rede ist.<sup>111</sup> Die

---

<sup>105</sup> Vielfach werden die Anlageziele des Kunden mit seiner Risikobereitschaft vermischt; vgl. Bauerle, Anlageberatung unter Berücksichtigung der Portfoliotheorie, S. 182 f. Hier geht es jedoch allein um die Frage, wie hoch die Risikoschwelle des Anlegers ist, bis zu der der Anlageberater ihm Finanzinstrumente empfehlen darf; s. zur Begrifflichkeit der Risikobereitschaft Clouth, Anlegerschutz, ZHR 177 (2013), 121 (229); zur Definition der „Risikoneigung“ s. statt vieler Mülbart, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung, ZHR 177 (2013), 160 (166 f).

<sup>106</sup> Vgl. BGH NJW 2015, 1095, Rn. 18: Es sei „maßgeblich zu berücksichtigen, welches Anlageziel der Kunde verfolgt“.

<sup>107</sup> Siehe die Aufzählung möglicher Anlageziele bei Schwintowski, Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung, FS Hopt zum 70. Geb., Bd. 2, S. 2507 (2518 a. E., 2519); vgl. auch Preußé/Zingel/Schäfer, WpDVerOV-Kommentar, § 6, Rn. 43.

<sup>108</sup> S. z. B. Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 139; typisch auch die Aussage in Just/Voß/Ritz/Becker/Voß, WpHG-Kommentar, Rn. 472, wonach „die praktische Bedeutung der Anlageziele für die Beratungspraxis ... überschaubar“ sei.

<sup>109</sup> Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 247; vgl. Preußé/Zingel/Schäfer, WpDVerOV-Kommentar, § 6, Rn. 43: „(Es) ist insbesondere zu beachten, dass den einzelnen Zwecken klare Inhalte zugeordnet werden“.

<sup>110</sup> So bei Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 31 WpHG, Rn. 249 ff, der die Risikobereitschaft den Anlagezielen zuordnet (das., Rn. 251); ebenso Preußé/Zingel/Schäfer, WpDVerOV-Kommentar, § 6, Rn. 40.

<sup>111</sup> So z. B. in BGH WM 1993, 1455 (1456, II.2.a) aa), wo die Frage der Sicherheit einer Geldanlage als „Ziel“ bezeichnet wird. Ganz offensichtlich behandelt der BGH dort jedoch die Risikoneigung des Anlegers („Risikobereitschaft“; a. a. O.); s. a. Langenbacher/Bliesener/Spindler/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 33. Kap., Rn. 90, wo von „drei Grundtypen möglicher Anlagestrategien“ die Rede ist, welche unter Risikoaspekten differenziert werden. Anders Fuchs/Fuchs, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 251, der die Begrifflichkeit „konservativ“ unter die „Anlagepolitik“ einordnet.

Differenzierung ist jedoch notwendig, weil es sich dabei um zwei zwar aufeinander bezogene, aber doch unterschiedliche Gegenstände handelt: Das Anlageziel beschreibt, was der Anleger mit seiner Anlage erreichen will.<sup>112</sup> Beispielsweise möchte er seine Altersvorsorge ergänzen und dafür sein Wertpapierdepot mit einem aktuellen Wert von 50.000 € binnen 20 Jahren auf einen Wert von etwa 90.000 € bringen (was einer durchschnittlichen jährlichen Verzinsung von 3% entspräche). Der Anlageberater hat nun die Aufgabe, diesem Kunden Empfehlungen auszusprechen, wie er dieses Anlageziel erreichen kann, wohingegen die Risikoeinstellung das „Wie“ festlegt, d. h., die Art und Weise, wie das Anlageziel nach der Vorstellung des Anlegers konkret erreicht werden soll.<sup>113</sup> Dazu gehört mithin auch die Beantwortung der Frage, in welchem Risikorahmen sich diese Empfehlung bewegen darf. Das meint § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. b DelV mit der Formulierung, die Anlagerisiken müssten den Anlagezielen des Kunden „entsprechend finanziell tragbar“ sein. Zu fragen ist in einem Zweischritt:

- (1) Würde die Realisierung des Anlagerisikos (daraus folgend ein Anlageverlust oder eine Minderrendite im Vergleich zur Zielrendite) das Anlageziel (hier: Altersvorsorge ergänzen) gefährden?
- (2) Falls dies der Fall wäre, ist der Anleger bereit, dieses Risiko zu tragen? Und: Welches Risiko ist der Anleger überhaupt bereit zu tragen?

#### **dd) Die Begrenzung der Empfehlungsmöglichkeiten**

Daraus folgt eine Begrenzung der Empfehlungsmöglichkeiten des Anlageberaters hinsichtlich der Risikostruktur der empfohlenen Anlage von zwei Seiten her: Einerseits durch das Anlageziel, welches auch aufgrund seiner zeitlichen Ausprägung eine Risikobegrenzung vorgeben kann. Will ein Anleger kurzfristig, beispielsweise für zwei Jahre anlegen und benötigt er anschließend sein Kapital in jedem Fall, dann verbietet sich die Empfehlung einer Anlageform, die nicht ge-

---

<sup>112</sup> Vgl. Schwintowski, Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung, FS Hopt zum 70. Geb., Bd. 2, S. 2507 (2509).

<sup>113</sup> Vgl. BGH WM 2011, 682, Rn. 25, wo ausgeführt wird, dass es Pflicht des Anlageberaters sei, ein den Anlagezielen des Kunden entsprechendes Produkt zu empfehlen. Sehr differenziert dazu Assmann/Schneider/Koller, WpHG-Kommentar, § 31, Rn. 139 f, der klar zwischen Anlageziel bzw. -zweck, Anlagedauer und Risikobereitschaft unterscheidet.

währleistet, dass das Kapital zum Ende der Anlagezeit ungeschmälert zur Verfügung steht. Schwankungen dieser Anlage müssen daher ausgeschlossen sein. Anders wäre der Fall, wenn ein Anleger langfristig, z. B. für 20 Jahre, anlegen will. Dann kann er zwischenzeitliche Kursschwankungen in Kauf nehmen, ohne sein Anlageziel zu gefährden.

Die zweite Begrenzung ergibt sich aus dem der Anlage an sich innewohnenden Anlagerisiko. So kann eine Anlage „risikoreich“, weil volatil sein; eine andere hingegen „sicher“, weil sie nur geringe oder gar keine Kursschwankungen aufweist. Dieses Risiko der Anlage ist gemeint, wenn das Gesetz von der Risikotoleranz des Anlegers spricht.<sup>114</sup>

Vielfach wurde argumentiert, aus § 31 IV 2 WpHG a. F. (vgl. jetzt § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 DelV) folge im Hinblick auf die Anlagerisiken lediglich, dass der Anleger diese verstehen können müsse, nicht jedoch, dass diese mit seiner Risikoeinstellung konform gehen müssten (von der Begrenzung durch die finanzielle Tragbarkeit im Hinblick auf die Anlageziele, vgl. § 31 IV 2 WpHG a. F., abgesehen). Diese Unklarheit ist mit der Neufassung des WpHG bereinigt worden (vgl. § 64 III 1 WpHG a. E.: „entspricht“). Das heisst, dass sich jede Anlageempfehlung zwingend im Rahmen der „Risikotoleranz“ (vgl. § 64 III 1 WpHG) des Kunden, die dieser für sich festlegt (vgl. § 64 III 1 Nr. 3 WpHG), bewegen muss.

### **c) Pflichtverletzung bei Unterlassungsempfehlung möglich?**

#### **aa) Das Risiko beim Kauf**

Die bislang dargestellten Pflichten des Anlageberaters aus dem Anlageberatungsvertrag i. S. d. § 675 I BGB bezogen sich auf eine Kaufempfehlung. Bei der Kaufempfehlung wird – inter alia – das Anlagerisiko wichtig, da jeder Wertpapieranlage ein ihr typisches Risiko innewohnt.<sup>115</sup> Die Finanzwissenschaft unterscheidet zahlreiche Risiken, sei es das Liquiditätsrisiko als das Risiko, dass der

<sup>114</sup> Zum wirtschaftswissenschaftlichen Ansatz der Beschreibung der Risikoneigung eines Anlegers s. Bruns/Meyer-Bullerdiek, Professionelles Portfoliomanagement, S. 44 ff.

<sup>115</sup> Zum Begriff des Risikos s. Büschgen, Das kleine Börsen-Lexikon. Uszczapowski, Optionen und Futures verstehen, S. 25, gibt als mögliche Definition von „Risiko“ - der modernen Investitionstheorie folgend – die „durchschnittliche Abweichung der möglichen Erträge vom erwarteten Ertrag“ an. Dabei wird ganz offensichtlich lediglich die negative Abweichung als „Risiko“ angesehen, was insoweit konsequent ist, als „Risiko“ im allgemeinen Sprachgebrauch als „möglicher negativer Ausgang bei einer Unternehmung, mit dem Nachteile, Verlust, Schäden verbunden sind; mit einem Vorhaben, Unternehmen o. Ä. verbundenes Wagnis“ umschrieben wird (so Duden online, www.duden.de, Abfrage 01.11.2018).

Schuldner des empfohlenen Wertpapiers dieses nicht mehr zurückzahlt, oder seien es allgemeine wirtschaftliche Risiken wie das Risiko einer Wirtschaftskrise, die den Kurs einer empfohlenen Aktie negativ beeinflusst.<sup>116</sup> Viele weitere Risikoabgrenzungen bestehen; sie sollen hier nicht einzeln beleuchtet werden.

### **bb) Kein Risiko beim unterlassenen Kauf**

Fraglich ist, was gilt, wenn der Anlageberater seinem Kunden von einem intendierten Wertpapierkauf abrät. In diesem Fall geht der Anleger kein Anlagerisiko ein, weil er gar nicht anlegt. Nach der vom BGH entwickelten Pflicht des Anlageberaters zur anleger- und anlagegerechten Beratung könnte der Anlageberater mit einer Unterlassungsempfehlung nach der bisher gegebenen Definition gar nicht gegen diese Pflicht verstoßen. Ein Verstoß wurde von der Rechtsprechung bislang namentlich darin gesehen, dass dem Anleger eine Anlage empfohlen wurde, deren Risiken weiter gingen, als der Anleger sie für sich definiert hatte, oder, dass sie die Risikotragfähigkeit des Anlegers im Lichte seiner Anlageziele überstieg.<sup>117</sup>

### **cc) Anlageberatungsfehler auch ohne Risikothematik möglich**

Die ganze Risikothematik spielt bei der Empfehlung, nicht zu kaufen, jedoch keine Rolle, da der Anleger gerade kein Risiko eingeht, es geradezu vermeidet. Ein Anlageberatungsfehler kann unter dem Risikoaspekt beim Abraten vom Kauf per definitionem nicht gegeben sein. Dennoch kann dem Anleger auf andere Weise ein Nachteil entstehen: Wenn er kauft, hat er die Möglichkeit, an einer positiven Wertentwicklung des gekauften Wertpapiers teilzuhaben. Diese Chance bleibt ihm versagt, wenn er nicht kauft. Kauft er hingegen, besteht neben der Chance auf Gewinn auch die Möglichkeit, Verluste zu erleiden, wenn das Wertpapier sich für ihn ungünstig entwickelt. Letzterenfalls realisiert sich dann das dem Wertpapier innewohnende Risiko.

Positive und negative Wertentwicklung eines Wertpapiers (z. B. einer Aktie) sind zwei Seiten ein- und derselben Medaille. Nach der bislang gängigen (und auch vom Gesetz, WpHG in den Vordergrund gestellten) Betrachtungsweise wird der Schwerpunkt auf das Risiko gelegt. D. h., es wird gefragt, ob der Anlageberater

---

<sup>116</sup> Zu den zahllosen verschiedenen Risikofaktoren vgl. Preuße/Zingel/Niermann/Kieser, WpDVerOV-Kommentar, § 5, Rn. 31.

<sup>117</sup> Statt vieler: BGHZ 162, 306 (310).

mit seiner Empfehlung die Risiken der Anlage korrekt mit dem Risikoprofil des Anlegers abgeglichen hat.

#### **dd) Die Frage nach den Anlagezielen**

Die Frage eines Fehlverhaltens des Anlageberaters entscheidet sich nunmehr gem. § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. a DelV allein mit der Antwort auf die Frage, ob das Abraten vom Kauf den Anlagezielen des Kunden entspricht; denn da der Kunde mit dem Nichtkauf kein Anlagerisiko eingeht, ist sowohl deren finanzielle Tragfähigkeit als auch das Kundenverständnis der Risiken vorderhand irrelevant für die Pflichtverletzung des Anlageberaters. Sofern dem Anleger von einer für ihn sinnvollen (und damit auch seinem Risikoprofil entsprechenden) Anlage abgeraten wird, widerspricht dies jedoch im Regelfall seinen Anlagezielen. Denn der Anleger hat gewöhnlicherweise das Ziel, sein Vermögen durch Anlagen zu mehren. Unterlässt er dies entgegen seiner ursprünglichen Absicht, widerspricht dies seiner Anlagezielsetzung.

Aus alledem ergibt sich, dass auch bei einer Unterlassungsempfehlung eine Pflichtverletzung des Anlageberaters möglich ist.

#### **d) Der Schaden**

##### **aa) Die entgangene Chance beim Nichtkauf**

Aus dem Blickwinkel der Risikohaftigkeit einer empfohlenen Anlage gerät die zweite Seite der Medaille, die Chance, die in einer Wertpapieranlage liegt, leicht aus dem Blick. Konsequenz daraus ist, dass nur diskutiert wird, ob der Anlageberater die Risiken korrekt in seine Beratung einbezogen hat; nach den Chancen wird regelmäßig nicht gefragt.<sup>118</sup> Die Realisierung von Anlagerisiken kann aber nur eintreten, wenn der Anleger sich diesen aussetzt, d. h., wenn er ein Wertpapier erwirbt. Genauso verhält es sich mit den dem Wertpapier innewohnenden (Gewinn-) Chancen. Letzterenfalls entsteht dem Anleger (anders als beim Risiko) beim Erwerb des Wertpapiers kein Nachteil, sondern ein Vorteil; er erzielt einen Gewinn. Dieser Gewinn entgeht ihm aber, wenn er den Erwerb nicht tätigt, das Wertpapier also nicht kauft.

Das Gesetz kennt jedoch grundsätzlich auch den Anspruch auf Ersatz einer durch eine Vertragsverletzung entgangenen Chance:<sup>119</sup> Gem. § 252 S. 1 BGB

---

<sup>118</sup> Krit. dazu MünchKomm-HGB/Ekkenga, Bd. 6, Effektengeschäft, Rn. 259, der das Verbraucherschützende Informationsprogramm als unausgewogen bezeichnet, weil es einseitig auf die Risiken, nicht aber auf die Chancen abhebe; s. dazu auch a. a. O., Rn. 326.

<sup>119</sup> S. MünchKomm/Oetker, § 252, Rn. 6 („Gewinnchance“).

„umfasst“ der zu ersetzende Schaden „auch den entgangenen Gewinn“. Es entspricht deshalb der zivilrechtlichen Logik, dem Anleger, der dem fehlerhaften Rat seines Anlageberaters folgend nicht kauft, grundsätzlich die Möglichkeit zu geben, den hierdurch entstandenen Schaden aus der Nichtwahrnehmung seiner Ertragschancen vom Anlageberater ersetzt zu verlangen. Den Zusammenhang von Gewinn, Verlust und Nachteil zeigt die nachfolgende Matrix:

**Tabelle 1:** Gewinn, Verlust und Anlegervorteil bzw. -nachteil im Überblick

Nr.	Anleger	Wertpapier entwickelt sich ...	Vor-/Nachteil Anleger
1	kauft	positiv	Vorteil
2	kauft	negativ	Nachteil
3	kauft nicht	negativ	Vorteil
4	kauft nicht	positiv	Nachteil

Quelle: eigene Darstellung

Hieraus wird ersichtlich, dass Kauf und Nichtkauf bei gleichartiger Entwicklung des Wertpapiers zu einem jeweils gegenteiligen Resultat beim Anleger führen: Ist der Kauf vorteilhaft, ist der Nichtkauf nachteilig (Tab. 1, Fälle 1 und 4) und vice versa (Tab. 1, Fälle 2 und 3). So wird klar, dass eine vom Anlageberater ausgesprochene Empfehlung entsprechend zum Vor- und Nachteil beim Anleger führen kann, was am Ende für die Frage des Schadensersatzes relevant sein wird. Daraus ergibt sich die folgende Erweiterung der Matrix:

**Tabelle 2:** Erweiterte Matrix „Anlage-Empfehlungen“

Nr.	Anleger	Wertpapier entwickelt sich ...	Vor-/Nachteil Anleger	Empfehlung Anlageberater	Empfehlung Anlageberater "richtig"?	Möglicher Schaden beim Anleger	Möglicher Schadensersatz Anleger
1	kauft	positiv	Vorteil	Kauf	ja	nein	nein
2	kauft	positiv	Vorteil	Nichtkauf	nein	nein	nein
3	kauft	negativ	Nachteil	Kauf	nein	ja	ja
4	kauft	negativ	Nachteil	Nichtkauf	ja	ja	nein
5	kauft nicht	negativ	Vorteil	Kauf	nein	nein	nein
6	kauft nicht	negativ	Vorteil	Nichtkauf	ja	nein	nein
7	kauft nicht	positiv	Nachteil	Kauf	ja	ja	nein
8	kauft nicht	positiv	Nachteil	Nichtkauf	nein	ja	ja

Quelle: eigene Darstellung

**bb) Strukturelle Gleichartigkeiten von Kauf und Nichtkauf**

Sowohl Kauf- wie Nichtkaufempfehlung weisen strukturelle Gleichartigkeiten auf. Der Anlageberater kann seinem Kunden „richtig“ raten, der Kunde handelt danach (Tab. 2, Fälle 1, 6). Der Anlageberater kann seinem Kunden „falsch“ raten, der Kunde tut aber das Gegenteil (Tab. 2, Fälle 2, 5). Schließlich kann der Berater „falsch“ raten und der Kunde handelt danach (Tab. 2, Fälle 3, 8) und last but not least kann dem Kunden „richtig“ geraten werden, der Kunde tut aber das Gegenteil (Tab. 2, Fälle 4 und 7). Damit ergeben sich mögliche Schadensersatzansprüche nur in den Fällen, in denen neben dem Schaden beim Anleger die Schadensentstehung kausal im Rat des Anlageberaters liegt (Tab. 2, Fälle 3 und 8). Im Falle des fehlerhaft beratenen Kaufes (Tab. 2, Fall 3) besteht der Schaden in der negativen Wertentwicklung des Anlageobjektes, mithin in dem finanziellen Verlust, den der Anleger durch die Investition in dieses Wertpapier erlitten hat. Diese Fallgestaltung liegt den regelmäßig vor Gericht gebrachten „Anlegerfällen“ zugrunde (vgl. oben).

**cc) Berechnung des Schadens des Anlegers**

Der Schaden beim fehlerhaften Kauf (Tab. 2, Fall 3) lässt sich relativ einfach berechnen. Demnach wird das Vermögen des Anlegers nach Schädigung mit dem hypothetischen Vermögen verglichen, das der Anleger ohne das schädigende Ereignis (= ohne den fehlsamen Rat und seine Befolgung) hätte; mithin also die Differenz zwischen dem Wert, den der Anleger besaß, bevor er in die Anlage investierte und dem nunmehr (nach Verlust) bestehenden (= tatsächlichen) Wert der Anlage. Mit dem Ausgleich dieser Differenz ist der Anleger so gestellt, als hätte er die Investition nie getätigt (vgl. § 249 I BGB). In der Praxis wäre die vorrangige Naturalrestitution<sup>120</sup> dadurch umzusetzen, dass der Anleger dem Berater (bzw. der ihn beschäftigenden Bank) seine Wertpapiere zu dem von ihm seinerzeit gezahlten Kaufpreis zurückübereignet.

Eigentlich ebenso einfach stellt sich die Berechnung des Schadens dar, wenn der Anleger auf fehlerhaften Rat hin nicht investiert hat (Tab. 2, Fall 8). Dieser beziffert sich auf den Wert des Vermögensteils, den dieser hätte, wenn der Anleger in das Wertpapier investiert hätte, abzüglich des derzeitigen Wertes dieses Vermögensteils. Beispiel: Ein Anleger wollte 20.000 € in die Aktie X investieren, sein Anlageberater riet ihm fehlerhafterweise davon ab; zwischenzeitlich liegt der Wert der Aktie um 50% über dem Ursprungswert, zu dem der Anleger kaufen wollte, mithin würden seine 20.000 € Kapital, investiert in diese Aktie, nunmehr

---

<sup>120</sup> Vgl. MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 320.

30.000 € betragen. Diese 10.000 € Differenz wären nach gängiger Definition der entgangene Gewinn des Anlegers (vgl. § 252 BGB). Auch hier lässt sich der Vermögensnachteil im Wege der Naturalrestitution ausgleichen: Der Anleger erhält das nicht gekaufte Wertpapier zu dem Preis, den er gezahlt hätte, hätte er seinerzeit gekauft. Hier zeigt sich deutlich, dass der Schadensersatz aus unterlassenem Kauf das genaue Spiegelbild zum Schadensersatz wegen (Fehl-) Kaufes ist.

Somit ist nach dem Gesagten ein Schaden des Anlegers auch beim unterlassenen (Wertpapier-) Erwerb möglich; bereits beantwortet ist die Frage, ob die Empfehlung zum Nichtkauf auch von § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 DelV gedeckt ist, der den Pflichtenkatalog des Anlageberaters festlegt. Danach muss der Anlageberater dem Anleger ein „Geschäft“ empfehlen, das auch im Nichtkauf gegeben ist (s. dazu oben, II 2, S. 11 ff).

## **dd) Der Zeitpunkt der Schadensfeststellung**

### **(1) Problemstellung**

Bei Ermittlung des Schadens tritt jedoch regelmäßig ein Problem auf: Welches ist der für die Berechnung des Schadens relevante hypothetische Kausalverlauf? D. h., es stellt sich die Frage, wie dieser Schaden zu ermitteln ist.

Einfach wäre dies in dem Fall, in dem ein Käufer (K1) die zum Preis X gekaufte Ware, die er aufgrund der Vertragsverletzung des Verkäufers (V) nicht erhält, bereits zum Preis  $X + 100$  an einen weiteren Käufer (K2) weiterverkauft hat. Sein Schaden wäre dann (klammert man ggf. Regressansprüche des K2 gegen V aus) wie folgt zu berechnen: Verkaufspreis an K2 ( $X + 100$ ) minus Kaufpreis K1 ( $X$ ) =  $X + 100 - X = 100$ . Dies entspricht dem Betrag, den K1 mit dem Weiterverkauf (hypothetisch) verdient hätte (vgl. § 252 S. 2 BGB).

Diese Konstellation ist insofern unproblematisch, als durch den bereits erfolgten Weiterverkauf des K1 an K2 der von K1 zu erwartende Gewinn im Zeitpunkt des Schadensereignisses (= Vertragsverletzung des V und daraus folgend Nichtlieferung an K1) feststeht.

## (2) Schadensermittlung bei insgesamt hypothetischem Verlauf

Problematisch im Vergleich zu dem geschilderten Fall stellt sich jedoch der unterlassene Wertpapierkauf insofern dar, als Wertpapiere regelmäßig Kurschwankungen unterliegen.<sup>121</sup> Daraus folgt die Frage: Welcher Zeitpunkt soll der Schadensberechnung zugrunde gelegt werden?

Das Gesetz hält hierfür eine generelle Regelung bereit. So bestimmt § 252 S. 2 BGB, dass als entgangen der Gewinn „gilt“, „der nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge ... mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte“. Damit öffnet das Gesetz die Berechnung des Schadensersatzes auch für künftige Geschehensabläufe, die sich erst nach dem schädigenden Ereignis zutragen, sofern diese als „wahrscheinlich“ zu betrachten sind.<sup>122</sup> Dabei handelt es sich bei § 252 S. 2 BGB um eine Beweisregel, die § 287 ZPO ergänzt.<sup>123</sup> Zu derartigen Gewinnen können auch Gewinne „aus Spekulationsgeschäften in Aktien“ gehören.<sup>124</sup>

Für den unterlassenen Wertpapierkauf bedeutet dies, dass nach dem „wahrscheinlichen“ Verlauf der Dinge und nach dem in diesem Rahmen sich ergebenden Schaden zu fragen ist.

Angenommen, Anleger A hat vor, 10.000 € in einen Investmentfonds zu investieren, sein Anlageberater rät ihm jedoch pflichtwidrig davon ab; A unterlässt deshalb den intendierten Kauf. In den vier Wochen nach dem unterlassenen Kauf steigt der Wert des Investmentfonds um 50%. Hätte A zu 10.000 € gekauft, läge der Wert des Fonds nunmehr bei 15.000 €. Ihm entging mithin ein Betrag von 5.000 €. Die Frage ist nun: Welches ist der maßgebliche Zeitpunkt für die Schadensberechnung? Der Zeitpunkt des fehlerhaften Rates? Eine, zwei oder vier Wochen nach dem unterlassenen Kauf? Oder ½ Jahr oder 1 Jahr? Oder dürfen weitere Umstände, die nach der Raterteilung eingetreten sind (wie z. B. eine weitere Wertsteigerung des Wertpapiers, dessen Kauf unterlassen wurde, oder ein zwischenzeitlicher Kursrückgang), mitberücksichtigt werden?

Gem. § 252 S. 2 BGB ist der entgangene Gewinn derjenige, der „nach den besonderen Umständen, insbesondere nach den getroffenen Anstalten und Vorkehrungen mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte“. Da die „Anstalten und Vorkehrungen“ des Geschädigten im Zeitpunkt vor Schadenseintritt getroffen

---

<sup>121</sup> Zur Problematik der Berechnung des Schadensersatzes in Geld bei Wertschwankungen s. MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 311 ff.

<sup>122</sup> S. dazu Erman/Ebert, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 10 ff.

<sup>123</sup> H. M.; vgl. Palandt/Grüneberg, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 4.

<sup>124</sup> BGH NJW 2002, 2556 (2557, II.3.b)).

worden sein müssen, spricht der Wortlaut des § 252 S. 2 BGB für eine Betrachtung zum Zeitpunkt des fehlerhaften Rates.<sup>125</sup>

Die h. L. bezieht in die Betrachtung zurecht jedoch auch Umstände ein, die erst nach der fehlerhaften Raterteilung eingetreten sind, wie z. B. eine nachträgliche Wertsteigerung<sup>126</sup> und versteht § 252 S. 2 BGB insoweit als Beweisregel:<sup>127</sup> Sofern der Gewinn nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge oder den getroffenen Vorkehrungen „im Zeitpunkt der Schadenszufügung mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte“, wird vermutet, dass dieser Gewinn auch gemacht worden wäre. Der Ersatzpflichtige kann jedoch Beweis antreten dahingehend, dass dieser Gewinn trotz Vorkehrungen nicht gemacht worden wäre. Ebenso hat der Ersatzberechtigte die Möglichkeit zu beweisen, dass ein im Zeitpunkt der Schadenszufügung noch nicht zu erwartender Gewinn dennoch gemacht worden wäre.

Nach herrschender Auffassung ist maßgeblicher Zeitpunkt derjenige der letzten mündlichen Verhandlung in der Tatsacheninstanz.<sup>128</sup> Zu unterscheiden ist zwischen dem materiell-rechtlich maßgeblichen Zeitpunkt für die Schadensberechnung (diese kann ggf. auch nach der letzten mündlichen Tatsachenverhandlung liegen) und dem prozessualen Zeitpunkt.<sup>129</sup>

Beispiel:<sup>130</sup> Berater B rät seinem Kunden K am 01.03. vom Kauf des X-Aktienfonds zum Preis von 1.000 € ab, obwohl er nach den eingeholten, ihm vorliegenden Kundenangaben diese Empfehlung hätte aussprechen müssen. Sämtliche wesentlichen Marktprognosen gingen von einer Wertsteigerung von 10% (= 100 €) innert der nächsten 14 Tage aus (Wert des Fonds dann 1.100 €). Diese Wertsteigerung trat tatsächlich auch ein. Schaden des K? Sein entgangener Gewinn beträgt Endwert des Fonds nach Wertsteigerung minus fiktiv eingesetztes Kapital des Anlegers = 1.100 € – 1.000 € = 100 €. Der entgangene Gewinn des K und damit sein Schaden (vgl. §§ 249 I, 252 BGB) beträgt mithin 100 €.

B könnte nun den Beweis antreten, dass K diesen Gewinn nicht gemacht hätte, weil K im Beratungsgespräch eine Haltedauer von mindestens 2 Jahren genannt hatte, weshalb er dem Kunden aufgrund der Risikogeneigtheit des Fonds für

<sup>125</sup> Vgl. Larenz, SchuldR AT, 13. Aufl., 1982, S. 453 ff.

<sup>126</sup> So auch BGH NJW 2002, 2556 (2557, II.3.b)); vgl. MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 313 f; Erman/Ebert, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 11.

<sup>127</sup> S. Erman/Ebert, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 10.

<sup>128</sup> Erman/Ebert, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 11.

<sup>129</sup> MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 310; zum materiellrechtlichen Zeitpunkt s. ders., a. a. O., Rn. 311 ff; zum prozessualen Zeitpunkt s. ders., a. a. O., Rn. 317 ff.

<sup>130</sup> S. zum Ganzen Larenz, SchuldR AT, 13. Aufl., 1982, S. 454.

diese kurze Anlagedauer vom Kauf abgeraten habe; darüber hinaus habe der Fonds in den weiter folgenden 4 Wochen den Wertzuwachs wieder eingebüßt.

K hingegen könnte Beweis dahingehend antreten, dass nicht nur die 100 € Wertsteigerung innert der 14 Tage, sondern im Verlauf der nächsten 6 Monate eine weitere, zum Zeitpunkt des fiktiven Kaufes noch nicht vorausgesehene Wertsteigerung um weitere 20% eingetreten war (auf einne Gesamtwert von dann 1.300 €), so dass sein entgangener Gewinn nunmehr auf 300 € zu beziffern sei.

### **(3) Die Bedeutung des Anlagehorizonts des Anlegers**

Da sich die Schadensberechnung insbesondere beim unterlassenen Wertpapierkauf auf einen hypothetischen Geschehensablauf nach dem schädigenden Ereignis stützt, kommt der Frage Bedeutung zu, welche Faktoren bestimmend für diesen hypothetischen Geschehensablauf gewesen wären.

Bei der Anlage in Wertpapieren, ebenso wie für die Nichtanlage, spielt die Zeitdauer, für welche die Anlage getätigt wird bzw. werden sollte, eine prägende Rolle. Gem. § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. a DelV muss eine empfohlene Anlage „den Anlagezielen des ... Kunden (entsprechen)“; Art. 54 V DelV legt fest, dass zu den Anlagezielen u. a. „de(r) Zeitraum, in dem der Kunde die Anlage zu halten gedenkt“ gehört. Damit gibt die seitens des Kunden intendierte Anlagedauer für die nicht erworbene Anlage den zeitlichen Rahmen für die Ermittlung eines möglichen Schadens aus unterlassenen Erwerb.

Hat der Geschädigte seinen Schaden jedoch bereits vorher geltend gemacht, so ist maßgeblicher Zeitpunkt für die Schadensfeststellung die letzte mündliche Verhandlung in der Tatsacheninstanz.<sup>131</sup>

Hat der Kunde angegeben, die intendierte Anlage für 5 Jahre halten zu wollen, so könnte der Schaden bei dieser Betrachtung (sofern er nicht vorher geltend gemacht worden ist) erst am Ende dieser intendierten Anlagedauer, also nach 5 Jahren, konkret ermittelt werden. Problematisch daran ist, dass der Anspruch des Anlegers auf Schadensersatz aus dem Anlageberatungsvertrag in drei Jahren verjährt (vgl. § 195 BGB). Anders bei einem Schadensersatzanspruch aus § 823 II BGB i. V. m. Schutzgesetzverletzung; hier beträgt die Verjährungsfrist regelmäßig 10 Jahre von seiner Entstehung an (vgl. § 199 III 1 Nr. 1 BGB).

---

<sup>131</sup> Vgl. Eрман/Ebert, BGB-Kommentar, § 252, Rn. 11; MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 317.

Hier hilft jedoch § 252 S. 2 BGB. Denn der Gewinn, der „mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte“ kann auch in der Zukunft liegen.<sup>132</sup> Damit muss im Zeitpunkt der Geltendmachung des Schadensersatzanspruches aus Verletzung des Anlageberatungsvertrages der Schaden noch nicht in voller Höhe eingetreten sein; es genügt, wenn dieser Schaden mit Wahrscheinlichkeit eintreten wird.<sup>133</sup>

#### **(4) Der Zeitraum der Schadenszurechnung im Lichte des Schutzzwecks des Anlageberatungsvertrages**

Generell wird bei der Schadenszurechnung auf die Adäquanztheorie zurückgegriffen, wonach jeder zum Schaden führende Kausalverlauf, der aus Sicht eines objektiven Betrachtgers nicht völlig unwahrscheinlich ist, den Schaden dem Schädiger zurechenbar macht.<sup>134</sup>

Aufgrund der Weite des hier angewandten Kausalitätsbegriffs muss die Schadenszurechnung im Rahmen einer engeren Wertung begrenzt werden. Danach ist nur der Schaden zurechenbar, der adäquat kausal auf die schadensverursachende Handlung zurückgeht.

Auf die Einzelheiten der Adäquanztheorie, deren Darstellung den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen würde, soll hier nicht eingegangen werden. Festzuhalten bleibt, dass im konkreten Fall der Schutzzweck des Anlageberatungsvertrages die Folie bildet, vor deren Hintergrund der Schaden konkret festgestellt wird.<sup>135</sup> So kann im Falle des unterlassenen Kaufs eines Aktienfonds der Schaden nur in der Wertsteigerung bestehen, die sich zeitlich im Rahmen der vom Anleger definierten Haltedauer seiner Anlage bewegt. Hat der Anleger beispielsweise eine Haltedauer von 3 Jahren gewünscht und genannt, so ergibt sich der Differenzbetrag aus dem Wert nach höchstens 3 Jahren abzüglich des fiktiven Erwerbspreises (zum Zeitpunkt des unterlassenen Kaufs). Sollte dann keine Wertsteigerung vorliegen, so ist auch kein Schaden gegeben. Macht der Anleger

---

<sup>132</sup> Vgl. MünchKomm/Oetker, § 252, Rn. 41 f.

<sup>133</sup> S. dazu MünchKomm/Oetker, § 249, Rn. 313.

<sup>134</sup> S. dazu Brox/Walker, Allgemeines Schuldrecht, § 30, Fn. 8 ff.

<sup>135</sup> Der Schutzzweck umfasst die Art von Schäden, deren Vermeidung die entsprechende Norm dient; es kommt mithin darauf an, dass die verletzte Pflicht (hier: die Pflicht zur anlage- und anlegergerechten Beratung aus dem Geschäftsbesorgungsvertrag in Form des Anlageberatungsvertrages) den Zweck hat, den Gläubiger (hier: den Anleger) vor dem konkret eingetretenen Schaden zu schützen; vgl. dazu allgemein MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 67. Dies ist im Falle des pflichtwidrigen Abratens vom Erwerb eines Wertpapiers der dem Anleger entgehende Gewinn (vgl. §§ 249 I, 252 BGB).

einen vorzeitigen Verkauf geltend, so muss er die dafürsprechenden Umstände darlegen und beweisen.

### **ee) Die Bedeutung der in Rede stehenden (Wertpapier-) Anlage**

Für die Schadensermittlung im Einzelfall ist die konkrete, in Rede stehende unterlassene Anlage maßgeblich. Ihr hypothetischer Wertverlauf, der ggf. gem. § 287 ZPO mit gutachterlicher Hilfe vom Gericht zu schätzen ist,<sup>136</sup> bildet die Grundlage für die Schadensberechnung. Im Einzelfall kann unter Umständen eine gleichartige Anlage bei der Schadensermittlung als Referenzwert hinzugezogen werden.<sup>137</sup>

### **e) Portfoliobetrachtung**

#### **aa) Schaden aus dem Wertpapiererwerb an sich**

Bislang wurde der Nichtkauf lediglich im Hinblick auf das nicht erworbene Wertpapier an sich betrachtet. Danach hat der Nichtkauf keine Risikowirkung (vgl. § 64 III 3 WpHG i. V. m. Art. 54 II 2 lit. b, c DelV, § 63 VII 3 Nr. 1 lit. b WpHG), da ein Anlagerisiko gar nicht eingegangen wird. Aus der Portfoliotheorie ergibt sich jedoch, dass ein Wertpapier im Anlageportfolio eine vom Einzelrisiko dieses Papiers abweichende Risikowirkung haben kann.<sup>138</sup> Fraglich ist daher, ob dem Anleger durch den unterlassenen Erwerb ein Schaden am Gesamtportfolio entstehen kann, der nicht nur in einem entgangenen Gewinn liegt. Nach der Rechtsprechung des BGH liegt ein Schaden beim Wertpapiererwerb auf fehlerhafter Beratungsgrundlage bereits dann vor, wenn der Anleger das Wertpapier erworben hat. Das Eintreten eines Schadens liegt im Erwerb an sich; dieser materialisiert sich nach dieser Ansicht lediglich später (in dem dann eintretenden Verlust, dessen potentiell Vorhandensein bereits mit dem Erwerb gegeben ist).

---

<sup>136</sup> Vgl. BGH NJW 2002, 2556 (2557, II.3.).

<sup>137</sup> Dies nur, wenn die Anlagen auch tatsächlich vergleichbar sind; vgl. BGH NJW 2002, 2556 (2557, II.3.c)).

<sup>138</sup> S. oben, III 3 b), S. 19 f.

**bb) Schaden beim Nichterwerb****(1) Die Schadenshöhe**

Auf die Portfoliobetrachtung angewandt heißt der Nichterwerb: Bereits der unterlassene Erwerb eines Wertpapiers, der das Gesamtrisiko eines Portfolios im Falle eines Erwerbs gesenkt hätte,<sup>139</sup> stellt einen Schaden für den Anleger dar. Problematisch ist hier jedoch, worin konkret der Schaden des Anlegers liegt. Zwar wirkt das Wertpapier, so es erworben wird, unter Annahme der oben genannten Voraussetzungen auf das Gesamtportfolio risikominimierend.<sup>140</sup> Diese Risikominimierung materialisiert sich im Zweifel jedoch exakt in dem Betrag, der dem Anleger nach Einzelproduktbetrachtungsweise entgangen ist. Dies möge ein Beispiel verdeutlichen: Ein Anleger unterlässt auf den Rat seines Beraters den Erwerb der X-Aktie in Höhe von 10.000 €. Die Aktie steigt auf 15.000 €. Schaden bei Einzelbetrachtung: 15.000 € minus 10.000 € = 5.000 € (vgl. §§ 249 I, 252 BGB). Nun habe der Anleger denselben Kauf in sein Portfolio unterlassen, das 100.000 € an Wertpapieren umfasst. Nach Erwerb der X-Aktie hätte der Wert demnach bei 110.000 € gelegen (es wird also unterstellt, der Anleger habe den Kauf – wie beim ersten Erwerb – aus anderen Quellen als aus dem Portfolio finanziert). Die X-Aktie steige wiederum um 5.000 € im Wert, wohingegen das restliche Wertpapierportfolio auf 70.000 € Wert zurückging, mithin der Anleger dort 30.000 € verloren hätte. Per Saldo liegt sein Portfolio jetzt bei 70.000 €; hätte er die X-Aktie erworben, läge der Wert jetzt, nach deren Wertzuwachs, bei 85.000 €. Abzüglich der in die X-Aktie investierten 10.000 € wären dies 75.000 €. Zieht man hiervon den Wert des Portfolios ohne Erwerb der X-Aktie ab (minus 70.000 €), verbleiben die auch in der Einzelbetrachtung ermittelten 5.000 € an Schaden.

Im Gegensatz zur Antwort auf die Frage, ob eine Empfehlung (§ 2 VIII 1 Nr. 10 WpHG i. V. m. Art. 9 DelV) anlegergerecht ist, spielt die Portfoliobetrachtung für die Empfehlung, ein Wertpapier nicht zu erwerben, keine Rolle.

---

<sup>139</sup> Harry Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. VII, No. 1, March 1952, S. 77 ff. Sehr gut und sehr knapp zusammengefasst findet sich die Portfoliotheorie bei Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 100 ff (S. 101 f).

<sup>140</sup> S. Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies, Bankrechtshandbuch II, § 113, Rn. 2; s. a. Deutsche Bundesbank, Anlegerverhalten, Monatsbericht Jan. 2011, S. 54; Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 101 f.

## **(2) Relevanz für die Schadensbegründung**

Für die Schadensbegründung ist die Portfoliotheorie jedoch relevant: Rät der Anlageberater vom Kauf ab, weil das Risiko der Einzelanlage nicht zum Risikoprofil des Anlegers passe, so kann dieser Rat fehlsam sein, wenn sich nach der Portfoliotheorie ergibt, dass das Gesamtrisiko des Kundenportfolios trotz eines ggf. hohen Einzelanlagerisikos z. B. aufgrund negativer Korrelation der Einzelanlage mit anderen Portfoliowerten im Rahmen des Risikoprofils des Anlegers bewegt und der Anleger sein Risikoprofil nicht auf Einzelwerte, sondern auf sein Gesamtportfolio bezogen hat.<sup>141</sup>

## **3 Schadensersatzansprüche aus § 823 BGB**

### **a) Schadensersatzanspruch aus § 823 I BGB?**

Gem. § 823 I BGB sind Schäden zu ersetzen, die dem Geschädigten aufgrund einer Handlung oder Unterlassung des Schädigers an einem seiner absoluten Rechtsgüter entstehen. Im Falle des unterlassenen Wertpapierkaufs liegt der Schaden regelmäßig im entgangenen Gewinn als der Differenz zwischen dem Wert des Finanzinstruments nach (unterlassenen) Kauf und dem Wert des Finanzinstruments im Zeitpunkt der Anlageempfehlung (sofern – was hier unterstellt ist – der Anleger sofort danach erworben hätte).

Diese Differenz stellt keinen Schaden an einem absoluten Recht des Anlegers dar, sondern lediglich einen Vermögensschaden, der durch § 823 I BGB nicht erfasst ist. Ein Anspruch aus § 823 I BGB auf Ersatz des aus dem unterlassenen Wertpapierkauf entstandenen Schadens kommt daher nicht in Betracht.

### **b) Schadensersatzanspruch aus § 823 II BGB i. V. m. § 64 III 2, 3 WpHG i. V. m. Art. 54, 55 DelV**

Nach der hier vertretenen Auffassung haben die Wohlverhaltensregeln des WpHG eine zivil- und öffentlich-rechtliche Doppelnatur. Zwar wurde die Fruchtbarmachung des WpHG wenigstens über den Weg der Schutzgesetzreglung des § 823 II BGB ins Schadensersatzrecht hinein wegen des nur begrenzten Umfangs der zivilrechtlichen Nutzbarmachung der Wohlverhaltensregeln des WpHG abgelehnt (vgl. oben, II 1 a) cc) (1), S. 5 f.), doch hindert dies nicht die Anerkennung des WpHG als „Schutzgesetz“ i. S. d. § 823 II BGB allgemein.

---

<sup>141</sup> S. dazu Bauerle, Standardisierung der Anlageberatung, S. 269.

Demgemäß kommt unter den bereits für den vertraglichen Schadensersatzanspruch ausgeführten Voraussetzungen (s. oben, IV 1, S. 21 ff.) ein Anspruch des Anlegers, der auf den Rat des Anlageberaters einen Wertpapierkauf unterlassen hat, gem. § 823 II BGB i. V. m. § 64 III 2, 3 WpHG, Art. 54, 55 DelV in Betracht, da vertraglicher und deliktischer Schadensersatzanspruch in Anspruchskonkurrenz zueinander stehen, mithin grundsätzlich nebeneinander geltend gemacht werden können.<sup>142</sup>

Im Hinblick auf den Schaden und seine Berechnung kann auf die oben gemachten Ausführungen verwiesen werden.

---

<sup>142</sup> Vgl. MünchKomm/Ernst, § 280, Rn. 81; Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht, § 52, Rn. 38.

## **V Ergebnis**

### **1 Schadensersatzanspruch grundsätzlich möglich**

Die Empfehlung des Anlageberaters an seinen Anleger, den vom Anleger intendierten Kauf eines Wertpapiers zu unterlassen, kann grundsätzlich zu einem vertraglichen Schadensersatzanspruch des Anlegers führen. Voraussetzung dafür ist insbesondere, dass der Rat des Anlageberaters für den Anleger nicht anlage- und / oder anlegergerecht ist.

Der Schaden liegt in diesen Fällen regelmäßig in dem Differenzbetrag zwischen dem Wert des Anlageobjekts nach fiktivem Erwerb (der ja unterlassen worden ist) und dem Wert im Zeitpunkt der Empfehlung des Anlageberaters (unterstellt, dass der Anleger unmittelbar erwerben wollte).

Unter denselben Voraussetzungen kommt auch ein Anspruch des Anlegers gem. § 823 II BGB i. V. m. § 64 III 2, 3 WpHG, Art. 54, 55 DelV in Betracht.

### **2 Die Bedeutung guter Dokumentation**

Der behauptete Schaden des Anlegers aus unterlassenem Wertpapierkauf lässt sich regelmäßig einfach darlegen. Schwieriger ist es, die Umstände zu beweisen, die zu dieser für den Anleger nachteiligen Entscheidung, ein Wertpapier nicht zu kaufen, geführt haben. Die Ursache für den Nichtkauf des Anlegers liegt nach dem hier Ausgeführten in der pflichtwidrigen Empfehlung seines Anlageberaters. Für die Durchsetzung des Schadensersatzanspruches, gleich ob aus Vertrag oder aus Delikt, kommt es daher entscheidend darauf an, dass der Anleger über eine Dokumentation verfügt, die ihm den Nachweis des Rates seines Anlageberaters ermöglicht.

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger für jedes Anlageberatungsgespräch auf einer umfassenden und verständlichen Dokumentation sowie auf der Fertigung eines entsprechenden Protokolls bestehen.<sup>143</sup> Letzteres ist nach neuer Gesetzeslage zwar nicht mehr zwingend vorgeschrieben, nach dem Sinn und Zweck der entsprechenden Normen des WpHG jedoch nach wie vor möglich.

---

<sup>143</sup> S. dazu Schwintowski/Bracht, Bankrecht, Kap. 19, Rn. 25.

**Literaturverzeichnis**

- Assmann, Heinz-Dieter, Das Verhältnis von Aufsichtsrecht zum Zivilrecht im Kapitalmarktrecht, Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln, 2011, S. 37 ff; (Zitiert: Assmann, Verhältnis Aufsichtsrecht – Zivilrecht)
- Assmann Heinz-Dieter/ Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 6. Auflage, Köln, 2012; (Zitiert: Assmann/Schneider/Bearbeiter, WpHG-Kommentar)
- Assmann, Heinz-Dieter/ Schütze, Rolf A., Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage, München, 2007; (Zitiert: Assmann/Schütze/Bearbeiter, Kapitalanlagerecht)
- Bamberger, Heinz Georg/ Roth, Herbert, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, §§ 611 – 1296 u. a., 3. Auflage, München, 2012; (Zitiert: Bamberger/Roth, BGB-Kommentar)
- Bauerle, Christoph T., Standardisierung der Anlageberagung unter Berücksichtigung der Portfoliotheorie, Münster, 2018; (Zitiert: Bauerle, Standardisierung der Anlageberatung)
- Benicke, Christoph, Wertpapiervermögensverwaltung, Tübingen, 2006; (Zitiert: Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung)
- Breuer, Wolfgang/ Gürtler, Marc/ Schuhmacher, Frank, Portfoliomanagement: theoretische Grundlagen und praktische Anwendungen, Wiesbaden, 1999 (Zitiert: Breuer/Gürtler/Schuhmacher, Portfoliomanagement)
- Brox, Hans/ Walker, Wolf-Dietrich, Allgemeines Schuldrecht, 42. Auflage, München, 2018; (Zitiert: Brox/Walker, Allgemeines Schuldrecht)
- Brox, Hans/ Walker, Wolf-Dietrich, Besonderes Schuldrecht, 42. Auflage, München, 2018; (Zitiert: Brox/Walker, Besonderes Schuldrecht)
- Bruns, Christoph/ Meyer-Bulderiek, Frieder, Professionelles Portfoliomanagement – Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierte Anlagestrategien, 4. Auflage, Stuttgart, 2008 (Zitiert: Bruns/Meyer-Bulderiek, Professionelles Portfoliomanagement)

- Buck-Heeb, Petra, Die „Flucht“ aus dem Anlageberatungsvertrag, ZIP, 2013, 1401; (Zitiert: Buck-Heeb, Die „Flucht“ aus dem Anlageberatungsvertrag)
- Buck-Heeb, Petra, Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, Heidelberg, München u. a. 2013; (Zitiert: Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht)
- Büschgen, Hans E., Das kleine Börsen-Lexikon, 23. Auflage, Düsseldorf, 2012; (Zitiert: Büschgen, Das kleine Börsen-Lexikon)
- Claussen, Carsten Peter (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage, München, 2014; (Zitiert: Clausen/Bearbeiter, Bank- und Börsenrecht)
- Clouth, Peter, Anlegerschutz – Grundlagen aus Sicht der Praxis –, ZHR 177 (2013), 212; (Zitiert: Clouth, Anlegerschutz)
- Derleder, Peter/ Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht Band 1, 3. Auflage, Berlin, Heidelberg, 2017; (Zitiert: Derleder/Knops/Bamberger/Bearbeiter, Deutsches u. europ. Bank- u. Kapitalmarktrecht Bd. 1)
- dieselben, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht Band 2, 3. Auflage, Berlin, Heidelberg, 2017; (Zitiert: Derleder/Knops/Bamberger/Bearbeiter, Deutsches u. europ. Bank- u. Kapitalmarktrecht Bd. 2)
- Deutsche Bundesbank, Anlegerverhalten in Theorie und Praxis, Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Januar 2011;(Zitiert: Deutsche Bundesbank, Anlegerverhalten)
- Duden, Wörterbuch der Deutschen Sprache, Online-Ausgabe, www.duden.de; (Zitiert: Duden online, Abfragedatum)
- Duve, Christian/ Keller, Moritz, MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts, BB 2006, 2425 ff (MiFID I) und 2477 ff (MiFID II); (Zitiert: Duve/Keller, MiFID I bzw. II)
- Einsele, Dorothee, Anlegerschutz durch Information und Beratung – Verhaltens- und Schadensersatzpflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie (MiFID), JZ 2008, 477 ff; (Zitiert: Einsele, Anlegerschutz durch Information und Beratung)
- Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar I, 14. Auflage, Köln 2014; (Zitiert: Erman/Bearbeiter, BGB-Kommentar)

- Fandrich, Andreas/ Karper, Ines (Hrsg.), Münchener Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, München 2012; (Zitiert: Fandrich/Karper/Bearbeiter, Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht)
- Fuchs, Andreas (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2. Auflage, München 2016; (Zitiert: Fuchs/Bearbeiter, WpHG-Kommentar)
- Fullenkamp, Josef, Kick Back – Haftung ohne Ende?, NJW 2011, 421; (Zitiert: Fullenkamp, Kick Back)
- Halbleib, Gernot, Der Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung nach der Neuregelung des § 34d WpHG, WM, 2011, 673; (Zitiert: Halbleib, Mitarbeiter in der Anlageberatung)
- Heiderhoff, Bettina, Europäisches Privatrecht, 4. Auflage, Heidelberg, 2016; (Zitiert: Heiderhoff, Europäisches Privatrecht)
- Herberger, Maximilian/ Martinek, Michael/ Rüßmann, Helmut/ Weth, Stephan, juris PraxisKommentar BGB - Band 2.3, Schuldrecht, §§ 631 – 853, 6. Auflage, Saarbrücken, 2013; (Jeweils zitiert: jurisPK-BGB/Bearbeiter)
- Herdegen, Matthias, Europarecht, 18. Auflage, München, 2016; (Zitiert: Herdegen, Europarecht)
- Heusel, Matthias, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung, JuS, 2013, 109; (Zitiert: Heusel, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung)
- Hirte, Heribert/ Möllers, Thomas M. J. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln, Berlin, München, 2014; (Zitiert: KK-WpHG/Bearbeiter)
- Hopt, Klaus J., 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick, WM, 2009, 1873; (Zitiert: Hopt, 50 Jahre Anlegerschutz)
- J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch - Buch 2, §§ 657 – 704, Neubearbeitung 2006, Berlin, 2006; (Jeweils zitiert: v. Staudinger/Bearbeiter, BGB-Kommentar)
- Jacoby, Florian/ von Hinden, Michael, Bürgerliches Gesetzbuch, Studienkommentar, 15. Auflage, München, 2015; (Zitiert: Jacoby/v. Hinden, BGB-Kommentar)
- Jauernig, Othmar, Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, 16. Auflage, München, 2015; (Zitiert: Jauernig/Bearbeiter, BGB-Kommentar)

Jordans, Roman, Der konkretisierte Anwendungsbereich des § 826 BGB gewinnt an Bedeutung; Anmerkung zu BGH Urt. v. 19.02.2008, XI ZR 170/07 = BB 2008, 1132, BB 2008, 1135 f; (Zitiert: Jordans, Der Anwendungsbereich des § 826 BGB)

jurisPK-BGB s. Herberger

Just, Clemens/ Voß, Thorsten/ Ritz, Corinna/ Becker, Ralf, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, München, 2015; (Zitiert: Just/Voß/Ritz/Becker/Bearbeiter, WpHG-Kommentar)

Klöhn, Lars, Anmerkung zu BGH ZIP 2011, 756, ZIP 2011, 762; (Zitiert: Klöhn, Anm. zu BGH ZIP 2011, 756)

Koch, Jens, Das Nebeneinander aufsichts- und zivilrechtlicher Beratungsvorgaben im Anlegerschutz – Handlungsbedarf für den Gesetzgeber?, ZBB 2014, 211; (Zitiert: Koch, Nebeneinander aufsichts- und zivilrechtlicher Beratungsvorgaben)

Kölner Kommentar zum WpHG s. Hirte

Köndgen, Johannes, Die Entwicklung des privaten Bankrechts in den Jahren 1992 – 1995, NJW 1996, 558; (Zitiert: Köndgen, Entwicklung des Bankrechts)

Koller, Ingo, Beratung und Dokumentation nach dem § 34 Abs. 2a WpHG, Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln, 2011, S. 651 ff; (Zitiert: Koller, Beratung und Dokumentation)

Kümpel, Siegfried/ Wittig, Arne, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln, 2011; (Zitiert: Kümpel/Wittig/Bearbeiter, Bank- und Kapitalmarktrecht)

Kurz, Antje-Irina, MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten, DB 2014, 1182; (Zitiert: Kurz, MiFID II)

Lang, Volker/ Balzer, Peter, Anmerkung zu BGH ZIP 2009, 455; (Zitiert: Lang/Balzer, Anm. zu BGH ZIP 2009, 455)

Langenbacher, Katja/ Bliesener, Dirk H./ Spindler, Gerald, Bankrechts-Kommentar, 2. Auflage, München, 2016; (Zitiert: Langenbacher/Bliesener/Spindler/Bearbeiter, Bankrechts-Kommentar)

- Larenz, Karl, Lehrbuch des Schuldrechts Band I Allgemeiner Teil, 13. Auflage, München, 1982; (Zitiert: Larenz, SchuldR AT)
- Larenz, Karl/ Canaris, Claus-Wilhelm, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York u. a. 1995; (Zitiert: Larenz/Canaris, Methodenlehre)
- Markowitz, Harry, Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol. VII, No. 1, March, 1952; (Zitiert: Markowitz, Portfolio Selection)
- Maurer, Hartmut, Allgemeines Verwaltungsrecht, 18. Auflage, München, 2011; (Zitiert: Maurer, Allg. VerwaltungsR)
- Mülbert, Peter O., Anlegerschutz bei Zertifikaten – Beratungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM, 2007, 1149 ff; (Zitiert: Mülbert, Anlegerschutz bei Zertifikaten)
- Mülbert, Peter O., Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung, – Grundlagen –, ZHR 177 (2013), 160; (Zitiert: Mülbert, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung)
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch - Band 4, Schuldrecht Besonderer Teil II, §§ 611 – 704, 6. Auflage, München, 2013; (Zitiert: MünchKomm/Bearbeiter)
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch - Band 5, §§ 343 – 406, CISG, 3. Auflage, München 2013 - Band 6, Bankvertragsrecht, 3. Auflage, München, 2014; (Jeweils zitiert: MünchKomm-HGB/Bearbeiter, Bd. ...)
- NomosKommentar, Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, 9. Auflage, Baden-Baden, 2016; (Zitiert: Nomos Hk-BGB/Bearbeiter)
- Otto, Mathias, Modernes Kapitalmarktrecht als Beleg zur Bewältigung der Finanzkrise, WM, 2010, 2013; (Zitiert: Otto, Modernes Kapitalmarktrecht)
- P/W/W, BGB-Kommentar s. Prütting
- Palandt, BGB-Kommentar, 77. Auflage, München, 2018; (Zitiert: Palandt/Bearbeiter, BGB-Kommentar)

- Podewils, Felix/ Reisich, Dennis, Haftung für „Schrott“-Zertifikate? – Aufklärungs- und Beratungspflichten nach BGB und WpHG beim Erwerb von Zertifikaten, NJW 2009, 116 ff; (Zitiert: Podewils/Reisich, Haftung für „Schrott“-Zertifikate)
- Prütting, Hanns/ Wegen, Gerhard/ Weinreich, Gerd, BGB Kommentar, 11. Auflage, Köln, 2016; (Zitiert: P/W/W/Bearbeiter, BGB-Kommentar)
- Thomas Preuße/ Frank Zingel, WpDVerOV Kommentar, 1. Auflage, Berlin, 2015; (Zitiert: Preuße/Zingel/Bearbeiter, WpDVerOV-Kommentar)
- Prütting, Hanns/ Wegen, Gerhard/ Weinreich, Gerd, BGB Kommentar, 11. Auflage, Köln, 2016; (Zitiert: P/W/W/Bearbeiter, BGB-Kommentar)
- Röder, Erik, Diskussionsbericht zu den Referaten von Peter O. Mülbart, Peter Clouth, Hans Christoph Grigoleit und Petra Buck-Heeb, ZHR 177 (2013), 344; (Zitiert: Röder, Diskussionsbericht)
- Röhl, Klaus F./ Röhl, Hans Christian, Allgemeine Rechtslehre, 3. Auflage, Köln/München, 2008; (Zitiert: Röh/Röhl, Allgemeine Rechtslehre)
- Roth, Herbert, Beweislastprobleme um Verletzungen der Aufklärungspflicht bei Kapitalanlagen, JZ 2015, 1081; (Zitiert: Roth, Beweislastprobleme)
- Rüthers, Bernd/ Fischer, Christian/ Birk, Axel, Rechtstheorie mit juristischer Methodenlehre, 7. Auflage, München, 2013; (Zitiert: Rüthers/Fischer/Birk, Rechtstheorie)
- Schäfer, Frank A., Die Pflicht zur Protokollierung des Anlageberatungsgesprächs gem. § 34 Abs. 2a, 2b WpHG, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag, Band 2, Berlin/New York, 2010; (Zitiert: Schäfer, Pflicht zur Protokollierung)
- Schimansky, Herbert/ Bunte, Hermann-Josef/ Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, Band II, 4. Auflage, München, 2011 (Zitiert: Schimansky/Bunte/Lwowski/Bearbeiter, Bankrechtshandbuch II)
- Schlick, Wolfgang, Die aktuelle Rechtsprechung des III. Zivilsenats des BGH zum Kapitalanlagerecht – Teil I –, WM, 2014, 581; (Zitiert: Schlick, Aktuelle Rechtsprechung des III. Zivilsenats des BGH I)

- Schlick, Wolfgang, Die aktuelle Rechtsprechung des III. Zivilsenats des BGH zum Kapitalanlagerecht – Teil II –, WM, 2014, 633; (Zitiert: Schlick, Die aktuelle Rechtsprechung des III. Zivilsenats des BGH II)
- Schwark, Eberhard/ Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage, München, 2010; (Zitiert: Schwark/Zimmer/Bearbeiter, Kapitalmarktrechtskommentar)
- Schwintowski, Hans-Peter, Die Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung im Lichte des Geeignetheitstests (§ 31 Abs. 4 WpHG), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag, Band 2, Berlin/New York, 2010; (Zitiert: Schwintowski, Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung)
- Soergel, Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, Band 10, Schuldrecht 8, §§ 652 – 704, Stand: Sommer 2011, 13. Auflage, Stuttgart, 2012; (Zitiert: Soergel/Bearbeiter, BGB-Kommentar)
- Staudinger s. unter J. v. Staudinger
- Tonner, Martin/ Krüger, Thomas, Bankrecht, Baden-Baden, 2014; (Zitiert: Tonner/Krüger, Bankrecht)
- Uffmann, Katharina, Fehlanreize in der Anlageberatung durch interne Vertriebsvorgaben, JZ, 2015, 282; (Zitiert: Uffmann, Fehlanreize in der Anlageberatung)
- Uszczapowski, Igor, Optionen und Futures verstehen, 7. Auflage, München, 2012; (Zitiert: Uszczapowski, Optionen und Futures)
- Veil, Rüdiger, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung –, WM, 2007, 1821; (Zitiert: Veil, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID)
- Veldhoff, Dirk Hartmut, Die Haftung von Kreditinstituten für die fehlerhafte Aufklärung und Beratung von Privatkunden beim Erwerb von Zertifikaten, In: Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 14, 1. Auflage, Baden-Baden, 2012; (Zitiert: Veldhoff, Die Haftung von Kreditinstituten)

Weichert, Tilman/ Wenninger, Thomas, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM, 2007, 627; (Zitiert: Weichert/Wenninger, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten)

Weller, Marc-Philippe, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags – Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille ./.. Deutsche Bank, ZBB, 2011, 191; (Zitiert: Weller, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags)

Wiechers, Ulrich, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs – WM, 2012, 477 - WM 2014, 145 - WM 2015, 457; (Zitiert: Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des BGH)

**Folgende Bände sind bisher in dieser Reihe erschienen:**

**Band 1 (2005)**

Hermeier, Burghard / Frère, Eric / Heuermann, Marina  
Ergebnisse und Effekte des Modellprojektes „Fit machen fürs Rating...“  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 2 (2006)**

Hermeier, Burghard / Platzköster, Charlotte  
Ergebnisse der ersten bundesweiten FOM-Marktstudie „Industrie-Dienstleistungen“  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 3 (2006)**

Kern, Uwe / Pankow, Michael  
Die Stärkung des traditionellen 3-stufigen Vertriebswegs im Sanitärmarkt durch den Einsatz neuer Medien  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 4 (2006)**

Kürble, Peter  
Die unternehmensinterne Wertschöpfungskette bei Dienstleistungen am Beispiel der TV-Programmveranstalter  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 5 (2007)**

Klumpp, Matthias  
Begriff und Konzept Berufswertigkeit  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 6 (2007)**

Klumpp, Matthias / Jasper, Anke  
Efficient Consumer Response (ECR) in der Logistikpraxis des Handels  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 7 (2007)**

Klumpp, Matthias / Koppers, Laura  
Kooperationsanforderungen im Supply Chain Management (SCM)  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 8 (2008)**

Klumpp, Matthias

Das deutsche System der Berufsbildung im europäischen und internationalen Qualifikationsrahmen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 9 (2008)**

Göke, Michael

Homo oeconomicus im Hörsaal – Die Rationalität studentischer Nebengespräche in Lehrveranstaltungen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 10 (2008)**

Klumpp, Matthias / Rybnikova, Irma

Internationaler Vergleich und Forschungsthese zu Studienformen in Deutschland

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 11 (2008)**

Kratzsch, Uwe

Eine ökonomische Analyse einer Ausweitung des Arbeitnehmer-Entsendegesetzes

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 12 (2009)**

Friedrich, Klaus

Organisationsentwicklung – Lernprozesse im Unternehmen durch Mitarbeiterbefragungen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 13 (2009)**

Chaudhuri, Arun

Die Outsourcing/Offshoring Option aus der Perspektive der Neuen Institutionenökonomie

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 14 (2009)**

Seng, Anja / Fleddermann, Nicole / Klumpp, Matthias

Der Bologna-Prozess

Hintergründe – Zielsetzung – Anforderungen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 15 (2009)**

Jäschke, Thomas

Qualitätssteigerung bei gleichzeitigen Einsparungen –  
Widerspruch oder Zukunft in der hausärztlichen Versorgung?

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 16 (2010)**

Schütte, Michael

Beiträge zur Gesundheitsökonomie

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 17 (2010)**

Bode, Olaf H. / Brimmen, Frank / Redeker, Ute

Die Einführung eines Mindestlohns in Deutschland –  
Eine Makroökonomische Analyse

Introduction of a Minimum Wage in Germany – A Macroeconomic Analysis

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 18 (2011)**

Nietsch, Cornelia / Weiffenbach, Hermann

Wirtschaftsethik – Einflussfaktoren ethischen Verhaltens in Unternehmen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 19 (2011)**

Frère, Eric / Schyra, Andreas

Ausgewählte steuerliche Einflussfaktoren der Unternehmensbewertung

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 20 (2011)**

Schulenburg, Nils / Jesgarzewski, Tim

Das Direktionsrecht des Arbeitgebers – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 21 (2011)**

Fichtner-Rosada, Sabine

Interaktive Hochschuldidaktik als Erfolgsfaktor im Studium für Berufstätige – Her-  
ausforderung und kompetenzorientierte Umsetzung

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 22 (2011)**

Kern, Uwe / Negri, Michael, Whyte, Ligia  
Needs of the Internet Industry  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 23 (2011)**

Schütte, Michael  
Management in ambulanten Sektor des Gesundheitswesens  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 24 (2011)**

Holtfort, Thomas  
Intuition, Risikowahrnehmung und Investmententscheidungen – Behaviorale Einflussfaktoren auf das Risikoverhalten privater Anleger  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 25 (2012)**

Heinemann, Stefan / Hüsgen, Thomas / Seemann, Volker  
Die Mindestliquiditätsquote –  
Konkrete Auswirkungen auf den Wertpapier-Eigenbestand der Sparkassen  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 26 (2012)**

Hose, Christian / Lübke, Karsten / Nolte, Thomas / Obermeier, Thomas  
Rating und Risikomanagement – Chancen und Risiken der Architektur des Ratingprozesses für die Validität der Ratingergebnisse  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 27 (2012)**

Serfas, Sebastian  
Illustrating the distortive impact of cognitive biases on knowledge generation, focusing on unconscious availability-induced distortions and SMEs  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 28 (2012)**

Wollenweber, Leif-Erik  
Customer Relationship Management im Mittelstand  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 29 (2012)**

Nentwig, Holger / Obermeier, Thomas / Scholl, Guido  
Ökonomische Fitness  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 30 (2012)**

Büser, Tobias / Stein, Holger / von Königsmarck, Imke  
Führungspraxis und Motivation – Empirische 360-Grad-Analyse auf Grundlage  
des MoKoCha-Führungsmodells und des Team Management Systems (TMS)  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 31 (2012)**

Schulenburg, Nils / Knauer, Stefan  
Altersgerechte Personalentwicklung – Bewertung von Instrumenten vor dem Hin-  
tergrund des demografischen Wandels  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 32 (2013)**

Kinne, Peter  
Balanced Governance – Komplexitätsbewältigung durch ausgewogenes Mana-  
gen im Spannungsfeld erfolgskritischer Polaritäten  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 33 (2013)**

Holtfort, Thomas  
Beiträge zur Verhaltensökonomie: Einfluss von Priming-Effekten auf rationale vs.  
intuitive Entscheidungen bei komplexen Sachverhalten  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 34: (2013)**

Mahood, Ed / Kameas, Achilles / Negri, Michael  
Labelisation and Certification of e-Jobs – Theoretical considerations and practical  
approaches to foster employability in a dynamic industry  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 35 (2013)**

Gondek, Christian / Heinemann, Stefan  
An insight into Drivers of Customer Satisfaction – An empirical Study of a global  
automotive brand  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 36 (2013)**

Rödder, Sascha / Schütte, Michael

Medizinische Versorgungszentren –

Chancen und Risiken der Implementierung im ambulanten Sektor des Gesundheitswesens

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 37 (2013)**

Abele, Thomas / Ecke, Astrid

Erfolgsfaktoren von Innovationen in reifen Märkten

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 38 (2013)**

Vatanparast, Mir Farid

Betriebswirtschaftliche Elemente im Social Entrepreneurship

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 39 (2013)**

Seidel, Marcel

Die Anwendung heuristischer Regeln –

Eine Übersicht am Beispiel von Fusionen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 40 (2013)**

Coburger, Dieter

Vertragsabschlüsse auf Internetplattformen – Rechtliche Risiken und Gestaltungsmöglichkeiten am Beispiel der Internetplattform eBay

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 41 (2013)**

Kraus, Hans

Big Data – Einsatzfelder und Herausforderungen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 42 (2013)**

Schmitz, Elmar

Textsammlung zur deutsch-chinesischen Wissenschaftsdialog

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 43 (2014)**

Bruns, Kerstin

Führungskraft und Frau – manchmal ein Teufelskreis

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 44 (2014)**

Deeken, Michael

Merkmale zukunftsfähiger Unternehmen – Erkenntnisse am Beispiel der Vermögensverwaltungsbranche

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 45 (2014)**

Holzkämper, Hilko

Reformoptionen der Pflegeversicherung –  
Eine ordnungstheoretische Analyse

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 46 (2014)**

Kiefer, Markus

Neue Potenziale für die Krisenkommunikation von Unternehmen –  
Social Media und die Kommunikation von großen Infrastrukturprojekten

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 47 (2014)**

Hose, Christian / Lübke, Carsten / Nolte, Thomas / Obermeier, Thomas

Nachhaltigkeit als betriebswirtschaftlicher Wettbewerbsfaktor –  
Eine Propensity Score Analyse Deutscher Aktiengesellschaften

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 48 (2014)**

Chiwitt, Ulrich

Ratingagenturen – Fluch oder Segen?

Eine kritische Bestandsaufnahme

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 49 (2014)**

Kipp, Volker

Aktuelle Entwicklungen in der Finanzierung mittelständischer Unternehmen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 50 (2014)**

Nastansky, Andreas

Systemisches Risiko und systemrelevante Finanzinstitute

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 51 (2014)**

Schat, Hans-Dieter

Direkte Beteiligung von Beschäftigten – Historische Entwicklung und aktuelle Umsetzung

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 52 (2014)**

Sosa, Fabian

Anwaltskanzleien und Exportversicherungen – Konfliktlösungen für internationale Handelsgeschäfte

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 53 (2014)**

Hose, Christian / Lübke, Karsten / Nolte, Thomas / Obermeier, Thomas

Einführung von Elektromobilität in Deutschland – Eine Bestandsaufnahme von Barrieren und Lösungsansätzen

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 54 (2015)**

Klukas, Jörg

Trend Empfehlungsmarketing in der Personalbeschaffung – Einordnung und empirische Analyse

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 55 (2015)**

Wohlmann, Monika

Finanzmarktintegration in Mittelosteuropa: Eine empirische Analyse der integrativen Wirkung des Euro

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 56 (2015)**

Rudolph, Elke

Crossmedia-Kommunikation, Komponenten, Planung, Implementierung und Prozesskontrolle- illustriert mit Beispielen aus der Entertainmentbranche

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 57 (2015)**

Cervelló-Royo, Roberto / Guijarro Martínez, Francisco / Pfahler, Thomas / Preuss, Marion  
Residential trade and industry –  
European market analysis, future trends and influencing factors  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 58 (2016)**

Hose, Christian / Obermeier, Thomas / Potthast, Robin  
Demografischer Wandel: Implikationen für die Finanz- und Immobilienwirtschaft  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 59 (2016)**

Fritsche, Charmaine  
Cross-Sectional Tests of the Capital Asset Pricing Model –  
in Stock Markets of the U.K. and the U.S.  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 60 (2016)**

Löhr, Andreas / Ibragimov, Mansur  
Determinants of Capital Structure in Times of Financial Crisis –  
An Empirical Study with Focus on TecDAX Companies  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 61 (2016)**

Dreesen, Heinz / Heuser, Elena / Holtfort, Thomas  
Neuorganisation der Bankenaufsicht –  
Auswirkungen und kritische Würdigung des einheitlichen europäischen  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 62 (2016)**

Kinne, Peter  
Querschnitts-Disziplinen und ihr Synergiepotenzial zum Abbau dysfunktionaler  
Eigenkomplexität  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 63 (2016)**

Schaff, Arnd / Gottschald, Jan  
Prozessoptimierung im Produktentstehungs- und Intellectual Property Manage-  
ment Prozess unter besonderer Berücksichtigung von Schutzrechtsaspekten  
ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 64 (2016)**

Richardt, Susanne

Chances and Challenges for Media-Based Instruction in Higher Education

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 65 (2016)**

Godbersen, Hendrik

Die Führung von Apotheken mit Relationship Marketing –

Theorie, Empirie und Anwendung

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 66 (2016)**

Ahrendt, Bernd

Komplexe Entscheidungssituationen für Führungskräfte im Kontext von

Führungskonzepten und Selbstcoaching als Selbstreflexionsprozess

für die Praxis

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 67 (2017)**

Herlyn, Estelle

Zur Bedeutung von Nachhaltigkeit für die ökonomische Ausbildung

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 68 (2017)**

Dotzauer, Andreas

Coaching in Theorie und Praxis –

Eine Bestandsaufnahme aus interdisziplinärer Perspektive

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 69 (2018)**

Kotas, Carsten

Real Estate Crowdfunding in Deutschland –

Eine empirische Untersuchung vom 01.01.2012 - 31.12.2017

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)

**Band 70 (2018)**

Brademann, Isabell / Piorr, Rüdiger

Das affektive Commitment der Generation Z –

Eine empirische Analyse des Bindungsbedürfnisses an Unternehmen und dessen Einflussfaktoren

ISSN 1865-5610 (Print) - ISSN 2569-5800 (eBook)



**Dr. iur. Christoph T. Bauerle, LL.M. (Hull)**

arbeitete nach seinem rechtswissenschaftlichen Studium an der Ludwig-Maximilians-Universität in Würzburg sowie an der University of Hull (England; LL.M.) in der Zentrale verschiedener Banken und Finanzdienstleister sowie in der Immobilienwirtschaft in leitender Funktion.

Er promovierte an der FernUniversität in Hagen zum Thema „Standardisierung der Anlageberatung unter Berücksichtigung der Portfoliotheorie“. In den Jahren 2010 bis 2013 war er Dozent für Wirtschaftsrecht an der Hochschule Bremen.

An der FOM Hochschule ist er seit dem Wintersemester 2017/2018 Dozent für Wirtschaftsrecht, Methodik und Verhandlungsführung an den Hochschulzentren Bonn und Köln. Sein Forschungsschwerpunkt liegt u. a. auf der praktischen Umsetzbarkeit der gesetzlichen Vorgaben in der Anlageberatung.



# FOM Hochschule

FOM. Die Hochschule. Für Berufstätige.

Die mit bundesweit über 50.000 Studierenden größte private Hochschule Deutschlands führt seit 1993 Studiengänge für Berufstätige durch, die einen staatlich und international anerkannten Hochschulabschluss (Bachelor/Master) erlangen wollen.

Die FOM ist der anwendungsorientierten Forschung verpflichtet und verfolgt das Ziel, adaptionsfähige Lösungen für betriebliche bzw. wirtschaftsnahe oder gesellschaftliche Problemstellungen zu generieren. Dabei spielt die Verzahnung von Forschung und Lehre eine große Rolle: Kongruent zu den Masterprogrammen sind Institute und KompetenzCentren gegründet worden. Sie geben der Hochschule ein fachliches Profil und eröffnen sowohl Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern als auch engagierten Studierenden die Gelegenheit, sich aktiv in den Forschungsdiskurs einzubringen.

Weitere Informationen finden Sie unter [fom.de](http://fom.de)



Unter dem Titel »FOM forscht« gewähren Hochschullehrende der FOM Einblick in ihre Projekte. Besuchen Sie den Blog unter [fom-blog.de](http://fom-blog.de)