

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 271

Das Zuwendungsregime der MiFID II

Vermeidung zuwendungsbedingter
Interessenkonflikte bei Erbringung von
Finanzportfolioverwaltung

Von

Steffen Gewehr



Duncker & Humblot · Berlin

STEFFEN GEWEHR

Das Zuwendungsregime der MiFID II

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

Professor Dr. Jens Koch, Köln

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

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 271

Das Zuwendungsregime der MiFID II

Vermeidung zuwendungsbedingter
Interessenkonflikte bei Erbringung von
Finanzportfolioverwaltung

Von

Steffen Gewehr



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaften der Philipps-Universität Marburg
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimplar
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19410-0 (Print)
ISBN 978-3-428-59410-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand neben meiner Tätigkeit als Compliance-Officer bei der Quoniam Asset Management GmbH, bei welcher ich unter anderem für die Umsetzung und Überwachung der Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten der §§ 63 ff. WpHG (mit-)verantwortlich war. Im Sommersemester 2024 wurde die Arbeit von dem Fachbereich Rechtswissenschaften der Philipps-Universität Marburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden in ihr bis Ende Oktober 2024 berücksichtigt.

Ein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater Prof. Dr. Sebastian Omlor, LL.M. (NYU), LL.M. Eur., für die hervorragende wissenschaftliche Betreuung meiner Arbeit. Er stand mir während der gesamten Promotionsphase als hilfsbereiter Gesprächspartner und Ratgeber zur Seite. Ebenso möchte ich mich bei Prof. Dr. Florian Möslein, LL.M. (London), für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und seinen wertvollen Input bedanken sowie bei Prof. Dr. Jens Puschke, LL.M. (King's College), für die Übernahme des Vorsitzes meiner Prüfungskommission.

Die Stiftung Geld und Währung hat die Arbeit erfreulicherweise mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss gefördert – auch ihr möchte ich an dieser Stelle meinen Dank aussprechen.

Danken möchte ich weiter meinen ehemaligen Kolleginnen und Kollegen der Quoniam Asset Management GmbH, insbesondere aus dem Team Governance & Business Advisory, die mir jederzeit zu einem Austausch über die Kapitalmarktregulierung zur Verfügung standen. Auch den Kolleginnen und Kollegen der Union Investment Gruppe, mit denen ich mich über die Zuwendungsthematik austauschen durfte, sei an dieser Stelle mein Dank ausgesprochen.

Dankbar bin ich außerdem Adrian Deuster und Rouven Spieler für die gründliche Durchsicht meiner Arbeit. Ein besonderer Ausdruck der Dankbarkeit gilt in diesem Zusammenhang meiner Partnerin Jessica Bohlitz: Sie hat meine Arbeit nicht nur mehrfach gesichtet, sondern mir auch sonst während der Promotionsphase hilfsbereit und liebenswert zur Seite gestanden.

Einen herzlichen Dank möchte ich schließlich meiner gesamten Familie aussprechen, ohne deren Unterstützung die Entstehung dieser Arbeit nicht möglich gewesen wäre. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Friedberg (Hessen), im Februar 2025

Steffen Gewehr

Inhaltsübersicht

Einleitung	37
-------------------------	----

§ 1

Einführung in die Untersuchung	37
A. Ausgangslage	38
B. Ziel der Untersuchung	40
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	41
D. Gang der Untersuchung	42

Erster Teil

Zulässigkeit der Annahme und Gewährung von Zuwendungen de lege lata	44
--	----

§ 2

Entwicklung des Zuwendungsregimes in der Europäischen Union	44
A. Richtlinie 93/22/EWG über Wertpapierdienstleistungen (WpDRiL)	45
B. Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)	48
C. Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)	53
D. Zusammenfassung und Ausblick	58

§ 3

Allgemeines Zuwendungsverbot nach § 70 Abs. 1 WpHG	60
A. Normadressat	61
B. Zuwendung i. S. d. § 70 Abs. 2 WpHG	66
C. Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung	80
D. Dritter i. S. d. § 70 Abs. 1 Satz 1 WpHG	84
E. Ausnahmen vom Zuwendungsverbot	93
F. Zusammenfassung	131

§ 4

**Besonderes Zuwendungsverbot bei Erbringung von
Finanzportfolioverwaltung nach § 64 Abs. 7 WpHG** 136

A. Verhältnis zum allgemeinen Zuwendungsverbot nach § 70 Abs. 1 WpHG	136
B. Annahmeverbot von Zuwendungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen	136
C. Zusammenhang mit der Erbringung der Finanzportfolioverwaltung	137
D. Dritter i. S. d. § 64 Abs. 7 Satz 1 WpHG	142
E. Verpflichtung zur Auskehrung monetärer Zuwendungen an den Kunden	143
F. Ausnahme bei geringfügigen nichtmonetären Vorteilen	145
G. Zusammenfassung	154

§ 5

Einschränkungen bei Bereitstellung von Analysen durch Dritte 156

A. Analyse i. S. d. § 70 Abs. 2 Satz 2 WpHG	157
B. Ausnahme vom Zuwendungsverbot bei Gegenleistung, § 70 Abs. 2 Satz 2 WpHG	161
C. Ausnahme von den Einschränkungen bei geringer Marktkapitalisierung	168
D. Ausnahme von den Einschränkungen innerhalb kostenfreier Testphase	168
E. Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung	171
F. Gebührenaussweisung, § 70 Abs. 6 WpHG	171
G. Zusammenfassung	172

§ 6

**Aufsichtsrechtliche und bußgeldrechtliche Rechtsfolgen bei Verstoß gegen
das Zuwendungsverbot** 174

A. Aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen	174
B. Bußgeldrechtliche Rechtsfolgen	175

§ 7

Zusammenfassung des ersten Teils 176

Zweiter Teil

Auswirkungen des Zuwendungsregimes auf das Zivilrecht 180

§ 8

Entwicklung der zivilrechtlichen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs 180

A. Rechtslage vor Entwicklung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	181
B. Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs in Bezug auf Zuwendungen	183
C. Zusammenfassung und Ausblick	210

§ 9

Rechtsnatur der Wohlverhaltenspflichten 215

A. Einordnung anhand der Interessentheorie	217
B. Einordnung anhand der Subordinationstheorie	219
C. Einordnung anhand der modifizierten Subjektstheorie	220
D. Einordnung nach dem Sachzusammenhang	221
E. Einordnung als Doppelnorm	222
F. Einordnung nach dem Regelungszweck	224
G. Zusammenfassung	240

§ 10

Ausstrahlungswirkung der Wohlverhaltenspflichten 242

A. Möglichkeit der Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht	243
B. Vereinbarkeit mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	246
C. Verbindlichkeit der Wohlverhaltenspflichten für das Zivilrecht	248
D. Europarechtliche Zulässigkeit abweichender zivilrechtlicher Regelungen	251
E. Zusammenfassung	264

§ 11

**Zivilrechtliche Rechtsfolgen bei aufsichtsrechtlich unzulässigen
Zuwendungen** 266

A. Nichtigkeit der zivilrechtlichen Vertragsbeziehung gemäß § 134 BGB	266
B. Anspruch auf Herausgabe der Zuwendung	268
C. Anspruch auf Schadensersatz	280
D. Zusammenfassung	305

§ 12

Zivilrechtliche Rechtsfolgen bei aufsichtsrechtlich zulässigen**Zuwendungen**

306

A. Nichtigkeit der zivilrechtlichen Vertragsbeziehung gemäß § 134 BGB	307
B. Anspruch auf Herausgabe der Zuwendung	307
C. Anspruch auf Schadensersatz	319
D. Zusammenfassung	320

§ 13

Zusammenfassung des zweiten Teils

320

*Dritter Teil***Rechtspolitische Erwägungen zum Zuwendungsregime de lege lata et ferenda** 324

§ 14

**Geeignetheit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten**

325

A. Vermeidung von Interessenkonflikten durch grundsätzliches Zuwendungsverbot . . .	325
B. Wirksamkeit der Zuwendungsregelungen trotz Ausnahmen vom Zuwendungsverbot	326
C. Beeinträchtigung der Wirksamkeit aufgrund rechtstatsächlicher Probleme	327
D. Zusammenfassung	330

§ 15

**Erforderlichkeit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten**

331

A. Uneingeschränkte Erlaubnis von Zuwendungen	331
B. Informationspflichten betreffend Zuwendungen	333
C. Verwendungsvorbehalt zur Qualitätsverbesserung	343
D. Andere Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten	345
E. Bestehende Vorschriften mit Auswirkung auf Zuwendungssachverhalte	348
F. Absolutes Zuwendungsverbot	363
G. Zusammenfassung	364

§ 16

**Angemessenheit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten**

	365
A. Identifizierung der abwägungsrelevanten Interessen	365
B. Gewichtung der identifizierten Interessen	375
C. Intensität der Gefährdung des zu schützenden Interesses	376
D. Intensität der Beeinträchtigung des betroffenen Interesses	391
E. Abwägung der widerstreitenden Interessen	400
F. Zusammenfassung	404

§ 17

**Wirtschaftlichkeit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten**

	405
A. Einzelwirtschaftliche Betrachtungsweise	405
B. Gesamtwirtschaftliche Betrachtungsweise	411
C. Folgenbewertung	415
D. Grenzen der ökonomischen Analyse	417
E. Zusammenfassung	417

§ 18

Zusammenfassung des dritten Teils	419
--	-----

Vierter Teil

Zusammenfassendes Gesamtergebnis	425
---	-----

Literaturverzeichnis	435
-----------------------------------	-----

Internetdokumente	466
--------------------------------	-----

Sachwortverzeichnis	470
----------------------------------	-----

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	37
-------------------------	----

§ 1

Einführung in die Untersuchung	37
A. Ausgangslage	38
B. Ziel der Untersuchung	40
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	41
D. Gang der Untersuchung	42

Erster Teil

Zulässigkeit der Annahme und Gewährung von Zuwendungen de lege lata	44
--	----

§ 2

Entwicklung des Zuwendungsregimes in der Europäischen Union	44
A. Richtlinie 93/22/EWG über Wertpapierdienstleistungen (WpDRiL)	45
B. Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)	48
I. Vermeidung von Interessenkonflikten im Fokus	49
II. Entwicklung der Wohlverhaltenspflichten bis zur MiFID II	51
C. Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)	53
I. Vermeidung von Interessenkonflikten verstärkt im Fokus	53
II. Entwicklung der Wohlverhaltenspflichten bis dato	57
D. Zusammenfassung und Ausblick	58

§ 3

Allgemeines Zuwendungsverbot nach § 70 Abs. 1 WpHG	60
A. Normadressat	61
I. Wertpapierdienstleistungsunternehmen	61
II. Mitarbeiter und Organe eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens	62
1. Lösungsversuch über Zurechnung von Zuwendungssachverhalten	63

2. Lösungsversuch über analoge Anwendung der Zuwendungsregelungen	64
3. Lösungsversuch über Ausstrahlungswirkung der gesetzgeberischen Wertung	65
4. Zusammenfassung	66
III. Zusammenfassung	66
B. Zuwendung i. S. d. § 70 Abs. 2 WpHG	66
I. Gebühren, Provisionen und sonstige Geldleistungen	68
II. Nichtmonetäre Vorteile	71
III. Gewinnmargen zwischen Ein- und Verkaufspreis	73
1. Differenzierung nach dem Zeitpunkt des Geschäfts	74
2. Differenzierung zwischen Eigengeschäft und Kommissionsgeschäft	74
3. Stellungnahme	76
IV. Bereitstellung von Analysen (sog. Research)	78
V. Bagatellzuwendungen	78
C. Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenendienstleistung	80
I. Keine Erforderlichkeit eines unmittelbaren Zusammenhangs	80
II. Zusammenhang bei Vermarktung von Investmentfonds	83
III. Kein Zusammenhang bei administrativen Tätigkeiten von OGAW/AIF	83
IV. Kein Zusammenhang bei Zuführung von Kunden	84
D. Dritter i. S. d. § 70 Abs. 1 Satz 1 WpHG	84
I. Erforderlichkeit eines Drei-Personen-Verhältnisses	84
II. Keine Beauftragung des Dritten durch den Kunden	85
1. Zulässigkeit eines konkludenten Zahlungsauftrags	86
2. Zulässigkeit eines formularmäßigen Zahlungsauftrags	87
3. Zulässigkeit eines individualvertraglichen Zahlungsauftrags	87
4. Unzulässigkeit eines Zahlungsauftrags	87
5. Stellungnahme	87
III. Erfassung von Konzernsachverhalten trotz Offenkundigkeit des Interessenkonflikts	90
IV. Zuwendungen an Mitarbeiter durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen	92
E. Ausnahmen vom Zuwendungsverbot	93
I. Verbesserung der Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung	93
1. Qualitätsverbesserung i. S. d. § 6 Abs. 2 WpDVerOV	94
a) Zusätzliche oder höherwertige Dienstleistung, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpDVerOV	94
aa) Breite Palette geeigneter Finanzinstrumente, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpDVerOV	96
bb) Fortlaufende Dienstleistung, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpDVerOV	97

cc) Bereitstellung von Hilfsmitteln oder Übermittlung periodischer Berichte, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 lit. c) WpDVerOV	98
dd) Verbesselter Zugang zu Beratungsdienstleistungen, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 lit. d) WpDVerOV	98
b) Konkreter Vorteil für den jeweiligen Kunden, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpDVerOV	102
c) Fortlaufender Vorteil bei laufender Zuwendung, § 6 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpDVerOV	103
d) Zusammenhang zwischen Qualitätsverbesserung und erbrachter Wertpapierdienstleistung bzw. Wertpapiernebenendienstleistung	104
e) Objektive Eignung und subjektive Bestimmung zur Qualitätsverbesserung	108
aa) Erforderlichkeit einer ausschließlich subjektiven Bestimmung	108
bb) Erforderlichkeit einer ausschließlich objektiven Eignung	108
cc) Erforderlichkeit der objektiven Eignung und subjektiven Bestimmung	109
dd) Stellungnahme	109
f) Umfang der für die Qualitätsverbesserung verwendeten Zuwendungen	110
g) Qualitätsverbesserung bei Staffelp Provisionen	111
2. Keine Beeinträchtigung der Kundeninteressen i.S.d. § 63 Abs. 1 WpHG	112
a) Eigenständiger Regelungsgehalt des § 70 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Hs. 2 WpHG	112
aa) Kein eigenständiger Regelungsgehalt	113
bb) Eigenständiger Regelungsgehalt	113
cc) Eingeschränkt eigenständiger Regelungsgehalt	114
dd) Stellungnahme	114
b) Inhaltliche Anforderungen an die Interessenwahrungspflicht	115
3. Offenlegung der Zuwendung gegenüber den Kunden	116
a) Inhaltliche Anforderungen an die Offenlegung	116
b) Zeitliche Anforderungen an die Offenlegung	118
4. Dokumentationspflichten gemäß § 83 Abs. 1 WpHG i.V.m. § 6 Abs. 3 WpDVerOV	122
a) Zuwendungsverzeichnis gemäß § 6 Abs. 3 Nr. 1 WpDVerOV	122
b) Verwendungsverzeichnis gemäß § 6 Abs. 3 Nr. 2 lit. a) WpDVerOV	124
c) Maßnahmenverzeichnis gemäß § 6 Abs. 3 Nr. 2 lit. b) WpDVerOV	125
II. Notwendige Gebühren und Entgelte	125
III. Keine Bagatellausnahme	128
IV. Keine generelle Legalisierung durch Einwilligung	129
V. Ausnahme in Abhängigkeit der Kundenklassifizierung als geeignete Gegenpartei	130
VI. Zuwendungsverbot nach Beendigung der Kundenbeziehung	131
F. Zusammenfassung	131

§ 4

Besonderes Zuwendungsverbot bei Erbringung von Finanzportfolioverwaltung nach § 64 Abs. 7 WpHG	136
A. Verhältnis zum allgemeinen Zuwendungsverbot nach § 70 Abs. 1 WpHG	136
B. Annahmeverbot von Zuwendungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen	136
C. Zusammenhang mit der Erbringung der Finanzportfolioverwaltung	137
I. Emittenten und an Emission beteiligte Wertpapierdienstleistungsunternehmen	138
II. Kontrahenten und andere an Wertpapiertransaktionen beteiligte Wertpapierdienstleistungsunternehmen	139
III. Verwalter und Verwahrer von Finanzinstrumenten	140
IV. Anbieter von Analysen	141
V. Negativbeispiele	141
D. Dritter i. S. d. § 64 Abs. 7 Satz 1 WpHG	142
E. Verpflichtung zur Auskehrung monetärer Zuwendungen an den Kunden	143
F. Ausnahme bei geringfügigen nichtmonetären Vorteilen	145
I. Geringfügigkeit i. S. d. § 6 Abs. 1 WpDVerOV	145
1. Informationen oder Dokumentationen zu einem Finanzinstrument oder einer Wertpapierdienstleistung, Nr. 1	146
2. Werbematerialien für Neuemissionen, Nr. 2	147
3. Teilnahme an Konferenzen, Seminaren und anderen Bildungsveranstaltungen, Nr. 3	147
4. Bewirtungen unterhalb einer vertretbaren Geringfügigkeitsschwelle, Nr. 4	148
II. Qualitätsverbesserung i. S. d. § 6 Abs. 2 WpDVerOV	149
III. Vertretbarkeit und Verhältnismäßigkeit i. S. d. § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 2 WpHG	151
IV. (Generische) Offenlegung gegenüber dem Kunden	152
V. Dokumentationspflichten gemäß § 83 Abs. 1 WpHG i. V. m. § 6 Abs. 3 WpDVerOV	153
G. Zusammenfassung	154

§ 5

Einschränkungen bei Bereitstellung von Analysen durch Dritte	156
A. Analyse i. S. d. § 70 Abs. 2 Satz 2 WpHG	157
I. Abgrenzung gegenüber Finanzanalysen i. S. d. Art. 36 Abs. 1 MiFID II-DVO	158
II. Abgrenzung gegenüber geringfügigen nichtmonetären Vorteilen	159
B. Ausnahme vom Zuwendungsverbot bei Gegenleistung, § 70 Abs. 2 Satz 2 WpHG	161
I. Direkte Zahlung aus Eigenmitteln des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, Nr. 1	161

II. Zahlungen aus Kundenmitteln von einem separaten Analysekonto, Nr. 2 . . .	162
1. Analysekonto gemäß § 70 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpHG	163
2. Analysegebühren gemäß § 70 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 lit. a) WpHG	163
3. Analysebudget gemäß § 70 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 lit. b) WpHG	164
4. Haftbarkeit für Analysekonto gemäß § 70 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 lit. c) WpHG	165
5. Bewertung der Analysen gemäß § 70 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 lit. d) WpHG	166
6. Informationspflichten gemäß § 70 Abs. 2 Satz 4 WpHG	167
7. Vorlagepflicht gemäß § 70 Abs. 3 WpHG	167
C. Ausnahme von den Einschränkungen bei geringer Marktkapitalisierung	168
D. Ausnahme von den Einschränkungen innerhalb kostenfreier Testphase	168
E. Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpa- pierrenebdienstleistung	171
F. Gebührenaussweisung, § 70 Abs. 6 WpHG	171
G. Zusammenfassung	172

§ 6

Aufsichtsrechtliche und bußgeldrechtliche Rechtsfolgen bei Verstoß gegen das Zuwendungsverbot

174

A. Aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen	174
B. Bußgeldrechtliche Rechtsfolgen	175

§ 7

Zusammenfassung des ersten Teils

176

Zweiter Teil

Auswirkungen des Zuwendungsregimes auf das Zivilrecht

180

§ 8

Entwicklung der zivilrechtlichen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs

180

A. Rechtslage vor Entwicklung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	181
B. Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs in Bezug auf Zuwendungen	183
I. BGH, Urt. v. 19.12.2000 – XI ZR 349/99	183
II. BGH, Urt. v. 12.02.2004 – III ZR 359/02	185
III. BGH, Urt. v. 19.12.2006 – XI ZR 56/05	186
IV. BGH, Urt. v. 19.02.2008 – XI ZR 170/07	188

V. BGH, Beschl. v. 20.01.2009 – XI ZR 510/07	189
VI. BGH, Urt. v. 12.05.2009 – XI ZR 586/07	191
VII. BGH, Urt. v. 27.10.2009 – XI ZR 338/08	192
VIII. BGH, Urt. v. 15.04.2010 – III ZR 196/09	194
IX. BGH, Urt. v. 22.06.2010 – VI ZR 212/09	195
X. BGH, Urt. v. 03.03.2011 – III ZR 170/10	196
XI. BGH, Beschl. v. 09.03.2011 – XI ZR 191/10	197
XII. BGH, Urt. v. 22.03.2011 – XI ZR 33/10	199
XIII. BGH, Beschl. v. 19.07.2011 – XI ZR 191/10	199
XIV. BGH, Urt. v. 20.09.2011 – II ZR 39/10	200
XV. BGH, Urt. v. 27.09.2011 – XI ZR 178/10 und XI ZR 182/10	201
XVI. BGH, Urt. v. 26.06.2012 – XI ZR 259/11 und XI ZR 316/11 und XI ZR 355/11 und XI ZR 356/11	202
XVII. BGH, Urt. v. 11.09.2012 – XI ZR 363/10	204
XVIII. BGH, Urt. v. 17.09.2013 – XI ZR 332/12	204
XIX. BGH, Urt. v. 14.01.2014 – XI ZR 355/12	205
XX. BGH, Urt. v. 03.06.2014 – XI ZR 147/12	206
XXI. BGH, Urt. v. 23.06.2016 – III ZR 308/15	209
XXII. BGH, Urt. v. 12.10.2017 – III ZR 254/15	209
XXIII. BGH, Urt. v. 19.10.2017 – III ZR 565/16	210
XXIV. BGH, Urt. v. 07.02.2019 – III ZR 498/16	210
C. Zusammenfassung und Ausblick	210
I. Divergenz im persönlichen Anwendungsbereich	211
II. Divergenzen im sachlichen Anwendungsbereich	212
III. Inhaltliche Ausgestaltung und Rechtsfolgende	214
IV. Konnex zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht	215

§ 9

Rechtsnatur der Wohlverhaltenspflichten	215
A. Einordnung anhand der Interessentheorie	217
B. Einordnung anhand der Subordinationstheorie	219
C. Einordnung anhand der modifizierten Subjektstheorie	220
D. Einordnung nach dem Sachzusammenhang	221
E. Einordnung als Doppelnorm	222
F. Einordnung nach dem Regelungszweck	224
I. Auslegung aus dem Wortlaut	225
II. Auslegung aus der Entstehungsgeschichte	225
III. Auslegung aus dem systematischen Zusammenhang	227

IV. Auslegung nach dem Sinn und Zweck	230
1. Unterschiedliche Regelungswirkung von Aufsichtsrecht und Zivilrecht	231
2. Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	233
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	233
b) Operationelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	234
c) Allokative Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	236
d) Zusammenfassung	237
3. Stärkung des Anlegerschutzes	237
4. Zusammenfassung	240
V. Zusammenfassung	240
G. Zusammenfassung	240

§ 10

Ausstrahlungswirkung der Wohlverhaltenspflichten	242
A. Möglichkeit der Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht	243
B. Vereinbarkeit mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs	246
C. Verbindlichkeit der Wohlverhaltenspflichten für das Zivilrecht	248
D. Europarechtliche Zulässigkeit abweichender zivilrechtlicher Regelungen	251
I. Harmonisierungsintensität der MiFID II	251
II. Harmonisierungsbefugnis für das Zivilrecht	255
III. Harmonisierungsbestreben des Richtliniengebers	258
IV. Beachtung des Grundsatzes des effet utile	259
1. Keine Zulässigkeit schwächerer zivilrechtlicher Regelungen	260
2. Keine Zulässigkeit strengerer zivilrechtlicher Regelungen	260
3. Zusammenfassung	262
V. Zusammenfassung	263
E. Zusammenfassung	264

§ 11

Zivilrechtliche Rechtsfolgen bei aufsichtsrechtlich unzulässigen Zuwendungen	266
A. Nichtigkeit der zivilrechtlichen Vertragsbeziehung gemäß § 134 BGB	266
B. Anspruch auf Herausgabe der Zuwendung	268
I. Herausgabeanspruch aus §§ 675 Abs. 1, 667 Fall 2 BGB	269
1. Aus der Geschäftsbesorgung erlangt	269
a) These der Vertragskonformität	270
b) Präventionsthese	270
c) Stellungnahme	271
2. Kein gesetzliches Alternativverhältnis	273

3. Keine Abdingbarkeit des Herausgabeanspruchs	275
4. Zusammenfassung	276
II. Herausgabeanspruch aus § 384 Abs. 2 Hs. 2 HGB	276
1. Aus der Geschäftsbesorgung erlangt	277
2. Keine ausschließende Vertriebsvereinbarung	278
3. Zusammenfassung	279
III. Herausgabeanspruch aus § 64 Abs. 7 Satz 5 WpHG	279
C. Anspruch auf Schadensersatz	280
I. Schadensersatzanspruch gemäß § 280 Abs. 1 BGB	280
1. Schuldverhältnis	280
2. Pflichtverletzung	281
a) Aufklärungs- und Interessenwahrungspflicht als Gegenstand des zivil- rechtlichen Pflichtenprogramms	281
b) Nichteinhaltung der Wohlverhaltenspflichten als Verletzung der Auf- klärungs- und/oder Interessenwahrungspflicht	283
aa) Pflichtverletzung bei mangelnder Qualitätsverbesserung	283
bb) Pflichtverletzung bei Beeinträchtigung von Kundeninteressen	285
cc) Pflichtverletzung bei fehlerhafter oder unterlassener Offenlegung	285
dd) Pflichtverletzung bei Verstoß gegen die Dokumentationspflicht	286
ee) Zusammenfassung	287
3. Vertretenmüssen i. S. d. § 280 Abs. 1 Satz 2 BGB	287
4. Ersatzfähiger Schaden	289
a) Schadensberechnung nach der Differenzmethode	289
b) Haftungsbegründende Kausalität	290
5. Zusammenfassung	291
II. Schadensersatzanspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. §§ 64 Abs. 7, 70 WpHG	292
1. Schutzgesetzzeigenschaft i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB	293
2. Schutzgesetzzeigenschaft der Zuwendungsregelungen	294
a) Argumente für die Schutzgesetzzeigenschaft	295
b) Argumente gegen die Schutzgesetzzeigenschaft	297
c) Stellungnahme	298
3. Zusammenfassung	300
III. Schadensersatzanspruch gemäß § 826 BGB	300
1. Eintritt eines Schadens	301
2. Schadensverursachendes Verhalten	301
3. Sittenwidrigkeit des Verhaltens	301
a) Sittenwidrigkeit bei mangelnder Qualitätsverbesserung	302
b) Sittenwidrigkeit bei Beeinträchtigung der Kundeninteressen	303
c) Sittenwidrigkeit bei fehlerhafter oder unterlassener Offenlegung	303

d) Sittenwidrigkeit bei unzureichender Dokumentation	304
e) Zusammenfassung	304
4. Vorsatz	304
5. Zusammenfassung	305
D. Zusammenfassung	305

§ 12

Zivilrechtliche Rechtsfolgen bei aufsichtsrechtlich zulässigen Zuwendungen	306
A. Nichtigkeit der zivilrechtlichen Vertragsbeziehung gemäß § 134 BGB	307
B. Anspruch auf Herausgabe der Zuwendung	307
I. Herausgabeanspruch aus §§ 675 Abs. 1, 667 Fall 2 BGB	307
1. Kein gesetzlicher Grund zum Behalten	308
2. Abdingbarkeit des Herausgabeanspruchs	309
a) Stillschweigende Abbedingung	309
b) Abdingbarkeit durch Allgemeine Geschäftsbedingungen	310
aa) Vereinbarkeit mit dem Grundgedanken der gesetzlichen Regelung, § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB	311
bb) Keine Gefährdung der Erreichung des Vertragszwecks, § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB	314
cc) Einhaltung des Transparenzgebots, § 307 Abs. 1 Satz 2 BGB	315
dd) Keine anderweitige unangemessene Benachteiligung, § 307 Abs. 1 Satz 1 BGB	316
ee) Zusammenfassung	317
c) Individualvertragliche Abdingbarkeit	317
3. Zusammenfassung	318
II. Herausgabeanspruch aus § 384 Abs. 2 Hs. 2 HGB	318
C. Anspruch auf Schadensersatz	319
I. Schadensersatzanspruch gemäß § 280 Abs. 1 BGB	319
II. Schadensersatzanspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. §§ 64 Abs. 7, 70 WpHG	319
III. Schadensersatzanspruch gemäß § 826 BGB	319
D. Zusammenfassung	320

§ 13

Zusammenfassung des zweiten Teils

*Dritter Teil***Rechtspolitische Erwägungen zum Zuwendungsregime de lege lata et ferenda 324**

§ 14

**Geeignetheit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten 325**

- A. Vermeidung von Interessenkonflikten durch grundsätzliches Zuwendungsverbot . . . 325
- B. Wirksamkeit der Zuwendungsregelungen trotz Ausnahmen vom Zuwendungsverbot 326
- C. Beeinträchtigung der Wirksamkeit aufgrund rechtstatsächlicher Probleme 327
 - I. Rechtsunsicherheit 327
 - II. Umgehungsmöglichkeiten 328
 - III. Entdeckungswahrscheinlichkeit 328
 - IV. Beweislastschwierigkeiten 329
 - V. Zusammenfassung 330
- D. Zusammenfassung 330

§ 15

**Erforderlichkeit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung
von Interessenkonflikten 331**

- A. Uneingeschränkte Erlaubnis von Zuwendungen 331
 - I. Vermeidung von Interessenkonflikten aufgrund Interessenwahrungspflicht 331
 - II. Vermeidung von Interessenkonflikten durch Selbstregulierung des Marktes 332
 - III. Zusammenfassung 333
- B. Informationspflichten betreffend Zuwendungen 333
 - I. Vermeidbarkeit von Interessenkonflikten durch Offenlegung von Zuwen-
dungen 333
 - II. Einschränkende verhaltensökonomische Erkenntnisse 335
 - 1. Problem durch Informationsüberlastung 336
 - 2. Problem beeinflussender Informationsdarstellung 337
 - 3. Problem fehlerhafter Informationsverarbeitung 338
 - a) Affektheuristik 339
 - b) Ankereffekt 339
 - c) Bestätigungsfehler 340
 - d) Repräsentativitätsheuristik 340
 - e) Verfügbarkeitsheuristik 341
 - 4. Zusammenfassung 342
 - III. Zusammenfassung 342

C. Verwendungsvorbehalt zur Qualitätsverbesserung	343
I. Vermeidbarkeit von Interessenkonflikten durch Verwendungsvorbehalt	343
II. Einschränkung der Geeignetheit ohne Informationspflicht	344
III. Zusammenfassung	344
D. Andere Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten	345
I. Kündigungs-, Rücktritts- oder Widerrufsrecht	345
II. Malus-Regelungen	346
III. Rückforderungsvereinbarungen	346
IV. Begrenzung der maximalen Zuwendungshöhe	346
V. Zusätzliche Entschädigungsmaßnahmen	347
VI. Härtere Sanktionen	347
VII. Zusammenfassung	348
E. Bestehende Vorschriften mit Auswirkung auf Zuwendungssachverhalte	348
I. Aufsichtsrechtliche Regelungen	349
1. Allgemeine Verhaltensregeln gemäß § 63 Abs. 1 WpHG	349
2. Offenlegung von unvermeidbaren Interessenkonflikten gemäß § 63 Abs. 2 Satz 1 WpHG	350
3. Vergütungsvereinbarungen und Verkaufsziele gemäß § 63 Abs. 3 WpHG	350
4. Informationspflicht gemäß § 63 Abs. 7 WpHG	351
5. Organisationspflicht gemäß § 80 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG	352
6. Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen gemäß § 82 WpHG	352
7. Zusammenfassung	353
II. Strafrechtliche Regelungen	353
1. Betrug gemäß § 263 Abs. 1 StGB	354
2. Untreue gemäß § 266 Abs. 1 StGB	355
3. Bestechlichkeit und Bestechung im geschäftlichen Verkehr gemäß § 299 StGB	355
4. Amtsträgerdelikte gemäß §§ 331 ff. StGB	356
5. Zusammenfassung	357
III. Zivilrechtliche Regelungen	357
1. Auslegung von Willenserklärungen und Verträgen gemäß §§ 133, 157, 242 BGB	357
2. Sittenwidriges Rechtsgeschäft gemäß § 138 Abs. 1 BGB	359
3. Interessenwahrungspflicht i. S. d. §§ 675 ff. BGB	359
4. Herausgabeansprüche gemäß §§ 675 Abs. 1, 667 Fall 2 BGB und § 384 Abs. 2 Hs. 2 HGB	360
5. Schadensersatzansprüche gemäß § 280 Abs. 1 BGB und § 826 BGB	360
6. Arbeitsrechtliche Maßnahmen	361
7. Zusammenfassung	361
IV. Gesamtheit der unterschiedlichen Regelungen	362
V. Zusammenfassung	362

F. Absolutes Zuwendungsverbot	363
G. Zusammenfassung	364

§ 16

Angemessenheit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten 365

A. Identifizierung der abwägungsrelevanten Interessen	365
I. Anlegerschutzinteressen der Kunden von Wertpapierdienstleistungen	366
1. Exkurs: Einordnung von Anlegerschutzinteressen zum Verbraucherschutz	367
2. Verankerung des Anlegerschutzes im Grundgesetz	369
a) Anlegerschutzrelevante Grundrechte	369
aa) Menschenwürde des Art. 1 Abs. 1 GG i. V.m. dem Sozialstaats-	
prinzip	370
bb) Allgemeine Handlungsfreiheit des Art. 2 Abs. 1 GG	370
cc) Eigentumsfreiheit des Art. 14 Abs. 1 GG	371
b) Anlegerschutzkomplementäre Grundrechte	371
c) Zusammenfassung	372
3. Zusammenfassung	372
II. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	372
III. Unternehmerische Freiheit der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	373
1. Unternehmerfreiheit gemäß Art. 12 Abs. 1 GG	374
2. Allgemeine Handlungsfreiheit gemäß Art. 2 Abs. 1 GG	374
3. Zusammenfassung	375
IV. Zusammenfassung	375
B. Gewichtung der identifizierten Interessen	375
C. Intensität der Gefährdung des zu schützenden Interesses	376
I. Schutzbedürftigkeit der Kunden	376
1. Beeinträchtigung der Kundeninteressen	377
2. Informationsasymmetrie	378
a) Annahmen der Prinzipal-Agent-Theorie	378
b) Probleme bei Prinzipal-Agent-Beziehungen	379
aa) Adverse Selektion	379
bb) Moralisches Risiko	380
cc) Hold-up-Problem	380
c) Anwendung der Prinzipal-Agent-Theorie auf Zuwendungssachverhalte	381
3. Erkenntnisse der Verhaltensökonomie	382
a) Selbstüberschätzung	382
b) Überoptimismus	383
c) Rückschaufehler	384

d) Erkenntnisse für Zuwendungssachverhalte	384
4. Differenzierung nach Kundenkategorien	384
a) Höchstes Schutzniveau gegenüber Privatkunden	385
b) Abgeschwächtes Schutzniveau gegenüber professionellen Kunden	386
c) Niedrigstes Schutzniveau gegenüber geeigneten Gegenparteien	387
d) Erforderlichkeit der Differenzierung bei Zuwendungssachverhalten	388
5. Zusammenfassung	389
II. Schutzbedürftigkeit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	390
III. Zusammenfassung	390
D. Intensität der Beeinträchtigung des betroffenen Interesses	391
I. Exkurs: Komplexität der aufsichtsrechtlichen Regelungen	391
II. Organisations- und Dokumentationsaufwand	394
1. Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Regelungen	395
2. Überwachung der Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Regelungen	396
III. Compliance-Risiken durch Rechtsunsicherheit	397
IV. Einnahmeeinbußen aufgrund des Annahmeverbots von Zuwendungen	397
V. Verfügbarkeit von Analysen	398
VI. Zusammenfassung	399
E. Abwägung der widerstreitenden Interessen	400
F. Zusammenfassung	404

§ 17

Wirtschaftlichkeit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten

	405
A. Einzelwirtschaftliche Betrachtungsweise	405
I. Auswirkungen auf den Einzelkunden	406
1. Kosten für den Einzelkunden	406
2. Nutzen für den Einzelkunden	407
3. Kosten-Nutzen-Analyse	408
II. Auswirkungen auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen	408
1. Kosten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen	408
2. Nutzen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen	409
3. Kosten-Nutzen-Analyse	410
III. Zusammenfassung	410
B. Gesamtwirtschaftliche Betrachtungsweise	411
I. Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	411
II. Konsolidierung der Wertpapierbranche	412
III. Verfügbarkeit von Analysen	413
IV. Zusammenfassung	415

C. Folgenbewertung	415
I. Pareto-Effizienz	415
II. Kaldor-Hicks-Kriterium	416
III. Zusammenfassung	417
D. Grenzen der ökonomischen Analyse	417
E. Zusammenfassung	417

§ 18

Zusammenfassung des dritten Teils	419
--	-----

Vierter Teil

Zusammenfassendes Gesamtergebnis	425
---	-----

Literaturverzeichnis	435
Internetdokumente	466
Sachwortverzeichnis	470

Abkürzungsverzeichnis

1. FiMaNoG	Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.6.2016, BGBl. I v. 1.7.2016, S. 1514
2. FiMaNoG	Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) v. 23.6.2017, BGBl. I v. 24.6.2017, S. 1693
2. FMFG	Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 26.07.1994, BGBl. I 1994, S. 1749
3. FMFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 24.3.1998, BGBl. v. 27.3.1998 I, S. 529
4. FMFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.6.2002, BGBl. I v. 26.6.2002, S. 2010
a. A.	andere Auffassung
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Acta Psychol.	Acta Psychologica
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investmentfonds Manager
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 4. 7. 2013, BGBl I v. 10. 7. 2013, S. 1981
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Am. Psychol.	American Psychologist
Anm.	Anmerkung
AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) v. 5.4.2011, BGBl. I v. 7.4.2011, S. 538
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28. 10. 2004, BGBl. I v. 29. 10. 2004, S. 2630
Art.	Artikel

AT	Allgemeiner Teil
B	Beeinflussung des Kundenangebots
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK-BGB	Beck-online.Großkommentar zum Zivilrecht
BeckOK-BGB	Beck'scher Online-Kommentar BGB
BeckOK-WpHR	Beck'scher Online-Kommentar Wertpapierhandelsrecht
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründer
Bell J. Econ.	The Bell Journal of Economics
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT	Besonderer Teil
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BW	Bestrafungswahrscheinlichkeit
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cap. Mark. Law J.	Capital Markets Law Journal
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFA	Chartered Financial Analyst
CMS	Constant-Maturity-Swap
COBS	Conduct of Business Sourcebook
Cogn. Psychol.	Cognitive Psychology
CRP	CompRechts-Praktiker
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBA	European Banking Authority
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
Einf.	Einführung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EL	Ergänzungslieferung
EPS	Earnings Per Share
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alia
EU	Europäische Union
EUR	Euro

Eur. Rev. Contract Law	European Review of Contract Law
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EW	Eintrittswahrscheinlichkeit
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischen Wirtschaftsraum
f.	folgend
FAQ	Frequently Asked Questions
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	fortfolgend
Fn.	Fußnote
Frhr.	Freiherr
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission vom 16.07.2007, Bundesgesetzblatt 2007 Teil I Nr. 31, S. 1130 ff.
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GWR	Zeitschrift zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Hong Kong Law J.	Hong Kong Law Journal
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. S. d.	im Sinne des/im Sinne der
i. V. m.	in Verbindung mit
IBR	Zeitschrift IBR Immobilien- & Baurecht
IFD	Richtlinie (EU) 2019/2034 vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 2002/87/EG, 2009/65/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU und 2014/65/EU
IFR	Verordnung (EU) 2019/2033 vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010, (EU) Nr. 575/2013, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 806/2014
Int. Rev. Financ. Anal.	International Review of Financial Analysis
IVA	Interessenverband für Anleger
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Behav. Decis. Mak.	Journal of Behavioral Decision Making
J. Bus. Econ.	Journal of Business Economics
J. Exp. Psychol.	Journal of Experimental Psychology
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Pers. Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
JA	Juristische Arbeitsblätter
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	Juristenzeitung
K _A	Kostensteigerung aufgrund Aufwendungen zur Einhaltung und Überwachung der Zuwendungsregelungen
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel

K _E	Kostensteigerung zum Ausgleich der Einnahmeeinbuße
K _{EÜZ}	Kosten zur Einhaltung und Überwachung der Zuwendungsregelungen
K _K	Kosten für den Kunden
K _R	Kostensteigerung aufgrund von Analysen (Research-Bezug)
K _{RB}	Kosten für Research-Bezug
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
K _{WpDU}	Kosten für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen
K _{WZ}	Wegfall von Zuwendungen
LG	Landesgericht
lit.	litera
LMK	Leitsätze mit Kommentierung
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaComp	Rundschreiben 05/2018 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 63 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
MaComp a. F.	Rundschreiben 4/2010 (WA) – Mindestanforderungen an Compliance und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 21.04.2004
MiFID-DRL	Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie
MiFID-DVO	Verordnung EG Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU

MiFID II-DRL	Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen
MiFID II-DVO	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 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
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
Mio.	Millionen
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo-HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MüKo-StGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
N _K	Nutzen für den Kunden
Nr.	Nummer
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
N _{WPDU}	Nutzen für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen
NZA-RR	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht Rechtsprechungs-Report Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht
ÖBA	BankArchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
PRIPs-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. 11. 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)
Q&A	Questions and Answers
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RdF	Zeitschrift Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
R _I	Rendite getätigtes Investment
Rn.	Randnummer
R _{NI}	Rendite nicht getätigtes, zuwendungsbehaftetes Investment
RTS	Regulatory Technical Standards
S.	Seite

SchwFinBG	Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften (SchwFinBG)
SH	Schadenshöhe
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannt
STAAT	Der Staat – Zeitschrift für Staatslehre und Verfassungsgeschichte, deutsches und europäisches öffentliches Recht
StGB	Strafgesetzbuch
TEUR	tausend Euro
Tz.	Teilziffer
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
v.	vom
vgl.	vergleiche
Vor.	Vorbemerkung
Vorbem.	Vorbemerkung
VuR	Zeitschrift für Wirtschafts- und Verbraucherrecht
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
WM	Wertpapiermitteilung
WpDPV	Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 89 des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung – WpDPV)
WpDRiL	Richtlinie 93/22/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und -Organisationsverordnung – WpDVerOV)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpHGRL	Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 23.08.2001
WpIG	Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten (Wertpapierinstitutsgesetz – WpIG)
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Gesellschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Einleitung

§ 1

Einführung in die Untersuchung

Das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union haben am 15. Mai 2014 die unter MiFID II bekannte Richtlinie 2014/65/EU¹ über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU erlassen. Es handelt sich dabei um eine Neufassung der zuvor mehrfach wesentlich geänderten Richtlinie 2004/39/EG², die neben der Harmonisierung der europäischen Finanzmärkte insbesondere die Stärkung des Anlegerschutzes und die Schaffung einer verbesserten Transparenz zum Ziel hat.³ Zur Erreichung dieser Ziele erachtete es der Gesetzgeber unter anderem als erforderlich, die bestehenden Regelungen zur Vorteilsgewährung weiter einzuschränken.⁴ Im Rahmen seines Gesetzgebungsverfahrens identifizierte der europäische Gesetzgeber hierbei Zuwendungen als entscheidenden Interessenkonflikt.⁵ Insbesondere für die Finanzportfolioverwaltung folgten daraus grundlegende Änderungen im Hinblick auf die Zulässigkeit der Annahme und Gewährung von Zuwendungen Dritter. Diese zu untersuchen, ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

War die Annahme und Gewährung von Zuwendungen im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenendienstleistungen bereits unter der MiFID nur unter bestimmten Voraussetzungen ausnahmsweise zulässig, folgte in Umsetzung der MiFID II mit § 64 Abs. 7 Satz 1 WpHG ein gesondertes Zuwendungsverbot im Zusammenhang mit der Erbringung der Finanzportfolioverwaltung. Nur noch geringfügige nichtmonetäre Vorteile bleiben danach

¹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II).

² Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 21.04.2004 (MiFID).

³ Erwägungsgründe 1, 3 und 4 MiFID II.

⁴ Erwägungsgrund 74 MiFID II.

⁵ *Mansen*, Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II, S. 58; *Müchler/Trafkowski*, ZBB 2013, 101, 102; *Pfisterer*, Die neuen Regelungen der MiFID II zum Anlegerschutz, S. 13.

gemäß § 64 Abs. 7 Satz 2 WpHG weiterhin zulässig, wenn diese dazu „geeignet sind, die Qualität der für den Kunden erbrachten Wertpapierdienstleistung und Wertpapiernebendienstleistungen zu verbessern und“⁶ die Vorteile „nicht vermuten lassen, dass sie die Pflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln, beeinträchtigen“⁷. Bei Erbringung von Anlageberatung haben sich die Zuwendungsregelungen für die Unabhängige Anlageberatung mit § 64 Abs. 5 WpHG ebenfalls verschärft. Auch die Zulässigkeit der Annahme und Gewährung von Analysen durch Dritte im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen wurde neu geregelt. Zwar unterfallen derartige Sachverhalte ebenfalls dem allgemeinen Zuwendungsregime; die Zulässigkeit der Bereitstellung von Analysen durch Dritte hat sich jedoch grundlegend verschärft.

Wenngleich die verfolgte Zielrichtung der MiFID II überwiegend begrüßt wurde,⁸ ist die Wirksamkeit der Zuwendungsregelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten kritisch zu hinterfragen. Es ergeben sich sowohl in rechtsdogmatischer als auch in rechtspolitischer Hinsicht diskussionswürdige Sachverhalte, die einer differenzierten Auseinandersetzung bedürfen. Vor diesem Hintergrund untersucht die nachfolgende Arbeit ausführlich die Regelungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Annahme und Gewährung von Zuwendungen Dritter (insbesondere) bei der Erbringung von Finanzportfolioverwaltung, um deren Wirksamkeit bewerten zu können und – ausgehend von den gefundenen Ergebnissen – einen möglichen Reformbedarf zu identifizieren.

A. Ausgangslage

Die Inanspruchnahme von Wertpapierdienstleistungen im Allgemeinen hat innerhalb der letzten Jahre nicht zuletzt wegen des Erfordernisses zur (privaten) Altersvorsorge stark zugenommen.⁹ Speziell die Finanzportfolioverwaltung – „die Verwaltung einzelner oder mehrerer in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum“¹⁰ – erlangte nicht nur für institutionelle Anleger

⁶ § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 WpHG.

⁷ § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 2 WpHG.

⁸ Bundesverband Deutscher Vermögensberater, Stellungnahme RefE 2. FiMaNoG, S. 2; Bundesverband Investment und Asset Management, Stellungnahme RefE 2. FiMaNoG, S. 1; Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme RegE 2. FiMaNoG, S. 2.

⁹ Vgl. Buck-Heeb, WM 2014, 385, 387; Buck-Heeb, JZ 2017, 279, 283; Gewiese, Individueller Anlegerschutz bei Finanzdienstleistungen, S. 3; Spindler, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 33 Rn. 1; Wendrich, ZJS 2013, 238, 238; Zahrt, in: MüKo-HGB, Anlageberatung Rn. 1.

¹⁰ § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG, der mit Ausnahme der Definition der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG und § 2 Abs. 4 WpHG mit der Regelung in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG identisch ist.

zunehmend an Bedeutung.¹¹ Wer Vermögen aufbauen und für den Ruhestand vorsorgen möchte, kommt etwa nach Auffassung des Bundesverband deutscher Banken nicht an der Anlage in Finanzinstrumente vorbei.¹² Entweder können die Anleger ihre Anlageentscheidungen dabei eigenständig vorbereiten und treffen – was aufgrund von Erfahrungsmangel und dem damit verbundenen Aufwand häufig eine Schwierigkeit darstellt¹³ – oder professionelle Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen von darauf spezialisierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Anspruch nehmen.

Die Finanzkrisen der Vergangenheit offenbarten jedoch, dass neben der Harmonisierung der europäischen Finanzmärkte der Anlegerschutz verbessert werden muss.¹⁴ Typischerweise ist die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen durch Interessenkonflikte geprägt,¹⁵ wonach „sekundäre Interessen persönlicher oder institutioneller Art die primären Interessen“¹⁶ der Kunden beeinträchtigen. Insbesondere bei der Erbringung der Anlageberatung und der Finanzportfolioverwaltung kollidieren klassischerweise die Absatzinteressen der Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit den Anlagezielen der Kunden.¹⁷ Ein Interessenkonflikt kann dabei sowohl zwischen den Wertpapierdienstleistungsunternehmen und den Kunden bestehen (sog. vertikaler Interessenkonflikt) als auch zwischen den einzelnen Kunden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens (sog. horizontaler Interessenkonflikt).¹⁸ Die gleichzeitige Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch ein und dasselbe Wertpapierdienstleistungsunternehmen erhöht schließlich zusätzlich das Gefährdungspotenzial.¹⁹

Zur Verbesserung des Anlegerschutzes rückten entsprechend zunehmend Regulierungsbemühungen in den Vordergrund, welche die Vermeidung von Interessenkonflikten bezweckten. Eine Ausweitung der Verhaltens- und Organisationspflichten sollte hierzu entscheidend beitragen.²⁰ Während Interessenkonflikte bereits in

¹¹ *Spindler*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 33 Rn. 1.

¹² *Bundesverband deutscher Banken*, Sicherer Lebensstandard im Alter – ohne Wertpapiersparen geht es nicht; siehe auch *Bundesverband Investment und Asset Management*, An privater Vorsorge führt kein Weg vorbei.

¹³ Vgl. *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 446, 480.

¹⁴ Erwägungsgründe 4, 5 und 104 MiFID II.

¹⁵ *Möllers*, in: Hirte/Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, § 31 Rn. 131; *Rothenhöfer*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, Rn. 13.9; *Spindler*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 33 Rn. 61.

¹⁶ *Klemperer*, in: Lieb/Klemperer/Ludwig, Interessenkonflikte in der Medizin, S. 11, 12, zur Definition eines Interessenkonflikts.

¹⁷ Vgl. *Spindler*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 33 Rn. 216.

¹⁸ *Möllers*, in: Hirte/Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, § 31 Rn. 131 f.; *Oulds*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, Rn. 11.68.

¹⁹ Erwägungsgrund 29 MiFID.

²⁰ *Buck-Heeb/Poelzig*, BKR 2017, 485, 485.