

Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von Lutz Michalski,
Axel Jäger und Klaus-Rudolf Wagner

Band 39

Dörthe Imberg

Die „Best Execution“ im deutschen Wertpapierhandel gemäß § 33a WpHG

Der mit der europäischen MiFID
bezweckte Anlegerschutz
und seine Berücksichtigung
im nationalen Aufsichts-
und Haftungsrecht

1. Kapitel: Einleitung

„IW-Order“ gleich „Irgendwie-Order“: Abkürzung für die Beauftragung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, den Kundenauftrag in Wertpapiergeschäften „irgendwie“ auszuführen!

Diesen Spaß erlaubte sich die Finanzbranche vor der Umsetzung der europäischen *Market in Financial Instruments Directive (MiFID)* durch das deutsche Umsetzungs-gesetz im Jahre 2007.¹ Bis zu diesem Zeitpunkt wurden regelmäßig „IW“-Aufträge an die Wertpapierdienstleistungsunternehmen erteilt. „IW“ bedeutete „interessewährend“ und bezog sich auf die Art der Auftragsausführung im Interesse des Kunden.² Bei dieser über-lässt der Kunde dem Unternehmen die Auswahl, an welchem Ausführungsplatz es seinen Auftrag ausführt.

Heute sind „IW“-Weisungen nicht mehr die Regel für die Auftragsausführung in Wertpapiergeschäften. Seit 2007 gibt nunmehr § 33a WpHG den Unternehmen die Marschroute vor, der die Best Execution – die bestmögliche Auftragsausführung im Interesse des Kunden – nach Art. 21 MiFID in deutsches Recht transformierte. Danach wer-den die bestmöglichen Ausführungsplätze aus Unternehmenssicht für die Auftragsausfüh-rung von Kundenorders für die jeweiligen Finanzinstrumente schon im Voraus ermittelt und regelmäßig angesteuert.

A. Überblick über die politische und finanzwirtschaftliche Bedeutung der Best Execution

In kaum einem Wirtschaftszweig ist die Internationalisierung des Rechts so weit vorange-schritten wie in der Finanzbranche. Dabei gehört das Kapitalmarktrecht zu den am weit-gehendsten internationalisierten und europäisierten Rechtsgebieten.³ Dementsprechend unterlag die Kapitalmarktregulierung in den vergangenen Jahren einer rasanten Entwick-lung und sie ist immer noch nicht abgeschlossen, wobei das Europäische Recht der Motor für das deutsche Kapitalmarktrecht ist.⁴

Eckpunkt in der europarechtlich gesteuerten Entwicklung war der *Financial Services Action Plan (FSAP)* der Europäischen Kommission⁵ aus dem Jahre 1999 zur Schaffung

1 Von Böhlen in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, 23.

2 Von Böhlen in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, 23.

3 Hellgardt, Diss, S. 5 m. w. N.

4 Buck-Heeb, KapMarktR, § 1 III 3, Rn. 31.

5 Mitteilung der Kommission, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, Kom (1999) 232, 11.5.1999 mit 42 Maßnahmen. Die vier strategischen Ziele des

eines integrierten EU-Finanzmarktes.⁶ Nach dem Inkrafttreten der europäischen *Investment Services Directive (ISD)* 1993 hatten sich nämlich die Bedingungen auf dem Kapitalmarkt erheblich verändert. Neue Marktplätze wurden zunehmend zur Konkurrenz der normalen Börsen, so dass sich der Wertpapierhandel aufspaltete und zu einer Fragmentierung der Märkte führte. Durch einen integrierten Finanzmarkt in Europa sollten Unternehmen nun leichter und tiefer auf einen Kapitalpool zugreifen können, um europaweit zu investieren und lokale Schocks zu vermeiden.⁷ Der FSAP umfasst 42 Maßnahmen auf dem Gebiet der Kapitalmarktregulierung und wurde im Mai 1999 von der Europäischen Kommission vorgestellt und vom Europäischen Rat in Lissabon in März 2000 angenommen. Durch das gestufte sog. *Lamfalussy-Verfahren* und die Einschaltung verschiedener europäischer Fachausschüsse wird die Umsetzung der Gesetzgebungsmaßnahmen europaweit beschleunigt und fortwährend konkretisiert.⁸ Der FSAP wurde in die Lissabon-Agenda aufgenommen, deren Ziel es war, Europa bis zum Jahre 2010 zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen.⁹

Das Herzstück des FSAP ist die „*Markets in Financial Instruments Directive*“ (*MiFID*)¹⁰, die einen weiteren Mosaikstein in der europäischen Kapitalmarktlandschaft bildet.¹¹ Sie ist eines der umfangreichsten kapitalmarktrechtlichen Gesetzesvorhaben der letzten Jahre und stellt den regulatorischen Rahmen für den europäischen Wertpapierhan-

FSAP waren die Schaffung offener und sicherer Privatkundenmärkte, die Schaffung EU-einheitlicher Firmenkundenmärkte, die Modernisierung der Aufsichtsvorschriften und Überwachung sowie die Schaffung der Voraussetzungen für einen optimalen Finanzbinnenmarkt, *Seiler* in Rudolf, *Private Banking*, S. 63.

6 Unter Finanzmarktintegration versteht die EZB einen Zustand, in dem alle Teilnehmer eines Marktes mit den selben relevanten Merkmalen i) einheitlichen gesetzlichen Regelungen unterworfen sind, wenn sie mit diesen Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen handeln möchten, ii) gleichen Zugang zu diesen Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen haben und iii) de facto gleich behandelt werden, also den gleichen Marktpraktiken unterliegen, EZB (2005I), Jahresbericht 2005, Frankfurt S. 136.

7 Vgl. Giovanni-Gruppe (2001), S. 14; EZB (2006c): S. 68.

8 Siehe dazu 2. Kapitel A.

9 Europäischer Rat von Lissabon, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Bull EU 3-2000, Z I.10.21.

10 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 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, ABl. L 145 v. 30.04.2004, S. 1, geändert durch Richtlinie 2006/31/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 05.04.2006, ABl. L 114 v. 27.04.2006, S. 60, geändert durch Richtlinie 2007/44/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 05.09.2007, ABl. L 247 v. 21.09.2007, S. 1 und berichtigt durch Berichtigung, ABl. L 45 v. 16.02.2005, S. 18 (2004/39/EG).

11 *Renz* in Clouth/Lang, Rn. 14; *Deutsche Börse Group*, MiFID, Best Execution und Markttransparenz, Informationen für Wertpapierfirmen, Juni 2007, S. 3. Die MiFID beansprucht Geltung in allen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraumes, Mitgliedstaaten der EU sowie der Europäischen Freihandelszone EFTA mit Ausnahme der Schweiz.

del dar. Daher wird sie als „Grundpfeiler des europäischen Kapitalmarktrechts“¹² und „kapitalmarktrechtliche Verfassung“¹³ für den Wertpapierhandel bezeichnet.

Die MiFID regelte das Wertpapiergeschäft vollständig neu.¹⁴ Insbesondere die Wohlverhaltenspflichten und die organisatorischen Anforderungen an die Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen wurden umfassend verschärft oder neu geregelt. Dabei ist die Best Execution Kernbestandteil der MiFID, deren nationale Umsetzung im Mittelpunkt der Betrachtung in der Finanzindustrie steht.¹⁵

Ein Ziel der MiFID ist es, einheitliche Wettbewerbsbedingungen zwischen konkurrierenden Handelssystemen und Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene und damit ein sog. „Level-Playing Field“ zu schaffen.¹⁶ Die Markteffizienz und -integrität soll insbesondere durch detailliertere Regelungen und verbesserte Transparenz gestärkt werden. Ein weiteres wesentliches Ziel der MiFID ist die Verbesserung des Anlegerschutzes.¹⁷ Anleger sollen innerhalb der EU den gleichen Zugang zu dem breitesten und für sie jeweils besten Angebot an Finanzdienstleistungen haben.

Nach den zahlreichen Änderungen auf dem europäischen Kapitalmarkt durch die Maßnahmen, die im Rahmen des EU-Aktionsplanes für Finanzdienstleistungen 1999–2005 aufgesetzt wurden, war für die Kapitalmärkte eine regulatorische Ruhephase geplant, die die Europäische Kommission in ihrem „Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010“¹⁸ anordnete. In dieser Phase der Konsolidierung sollten keine rechtlichen Neuerungen eingeführt, sondern vielmehr die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden verstärkt und eine einheitliche Umsetzung der nationalen Regelungen überwacht und sichergestellt werden.

Das für den Wertpapierhandel wesentliche Vertrauen der Anleger wurde jedoch jüngst durch die Finanzmarktkrise in den Jahren 2007 und 2008, ausgelöst durch die Immobilienkrise in den USA, stark erschüttert.¹⁹ Umfangreiche regulatorische Maßnahmen wurden

12 Spindler/Kasten, WM 2006, 1797, 1804.

13 Brockmeier u. a., FRUG, Vorwort; Riess in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompodium, S. 255; Spindler/Kasten, WM 2006, 1749.

14 Renz in Clouth/Lang, Rn. 13.

15 Bauer in Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Rn. 1377; *Börse München*, Unsere MiFID-Services für Banken und Sparkassen, S. 1, abrufbar unter <http://www.boerse-muenchen.de/de/100840/100914/100927/mifid-services.html> (Stand: Oktober 2011); *Deutsche Börse Group*, MiFID, Best Execution und Markttransparenz, Informationen für Wertpapierfirmen, Juni 2007, S. 3.

16 Erwägungsgründe 44, 71 MiFID.

17 Erwägungsgründe 31, 44 MiFID.

18 Europäische Kommission, Weißbuch der Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005–2010 vom 05.12.2005.

19 Amerikanische Banken hatten vor dem Hintergrund des Amerikanischen Traums vielen Bürgern Kredite gewährt, wobei die Rückzahlungsansprüche nicht hinreichend sicher waren. Diese wertlosen sog. Asset Backed Securities wurden gebündelt und weltweit auf dem Kapitalmarkt angeboten, woraufhin viele Banken in finanzielle Schwierigkeiten gerieten und mit staatlicher Hilfe unterstützt oder aufgekauft werden mussten.

daraufhin auf europäischer Ebene in Gang gesetzt und weitere sind in Planung. Vor diesem Hintergrund bedürfen auch die Best Execution der MiFID als auch die weiteren europäischen Maßnahmen zur bestmöglichen Auftragsausführung einer effektiven Umsetzung im Lichte des Anlegerschutzzieles der Richtlinie, um das Vertrauen in die Finanzmärkte und einen transparenten Handel wiederherzustellen.²⁰ Im Oktober 2011 hat die Kommission einen Reformvorschlag für die MiFID vorgestellt, der die derzeitigen Regelungen zur Best Execution ergänzt. Der Vorschlag muss noch vom Europäischen Parlament und dem Rat angenommen werden.

B. Einordnung der Best Execution im nationalen Recht

Im Oktober 2007 hatten in einer repräsentativen Onlineumfrage 82% der befragten deutschen Privatkunden im Alter zwischen 18 und 45 Jahren noch nicht von der MiFID gehört.²¹ Für die anderen 18% der Privatkunden standen statt der bestmöglichen Ausführung die Offenlegungspflichten der Berater über die „kick back“-Provisionen im Mittelpunkt des Interesses.²²

Als das Thema mit der tatsächlich größten Breitenwirkung stellt sich aus Sicht der Bankkunden jedoch die Best Execution durch die Wertpapierdienstleistungsunternehmen dar.²³ Dementsprechend fiel auch die Resonanz in der Finanzindustrie aus. Hier wird die Umsetzung und die Einhaltung der Verpflichtung zur Best Execution gem. § 33a WpHG als „Kernthema der MiFID“ angesehen.²⁴ Die weitreichenden Anforderungen beschäftigen bis heute die Banken und Sparkassen intensiv und bilden einen zentralen Schwerpunkt auf den Bankrechtstagen.²⁵

Aufgrund des bis zur Umsetzung der MiFID herrschenden Börsenvorrangs erfüllten die Unternehmen in Deutschland die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen regelmäßig dann, wenn sie die Order des Kunden an einem organisierten Markt abwickelten. Die bestmögliche Auftragsausführung orientierte sich nach dem „best price“-Prinzip überwiegend an den mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten.²⁶

Mit Wirkung zum November 2007 hat der deutsche Gesetzgeber die Best Execution gem. Art. 21 MiFID in deutsches Recht überführt und dazu den neuen § 33a WpHG geschaffen. Hierin werden die Unternehmen dazu verpflichtet, alle angemessenen Maßnahmen zu treffen, um das bestmögliche Ergebnis für den Kunden zu erreichen. Im Kern

20 Bunderegierung, Antwort auf Anfrage der FDP-Fraktion, Drs. 16/10764 vom 31.10.2008.

21 *Rößner* in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, S. 279.

22 *Rößner* in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, S. 279. „Kick-back“-Provisionen sind verdeckte Abschlussprovisionen für den Vertrieb von Finanzdienstleistungen.

23 *Von Böhlen* in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, S. 23.

24 *Gomber/Chlistalla/Gsell/Pujol*, ZBB-Report 2007, 313 ff.; Vorwort zu Clouth/Lang.

25 *Redaktion*, Ankündigung Heidelberger Bankrechtstage: Wertpapiere und MiFID, BKR 2006, 180.

26 Teil B Nr. 3.3 Wohlverhaltensrichtlinie; *Möllers* in KölnKomm, WpHG, § 31 Rn. 89; *Schmitt/Schielke*, Die Bank 12.2006, 32.

behandelt § 33a WpHG die Frage, an welchem Ausführungsplatz eine Order auszuführen ist, wenn der Kunde keine bestimmte Weisung erteilt hat. Die „besten“ Handelsplätze müssen durch die Best Execution Policy festgelegt werden, deren Erstellung zu den vorrangigen Aufgaben der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gehört.²⁷ Hierbei orientieren sie sich an den bei den einzelnen Handelsplätzen zur Verfügung stehenden handelsrelevanten Daten.

Während des laufenden Umsetzungsverfahrens bestand unter den Wertpapierdienstleistern eine große Rechtsunsicherheit bezüglich der praktischen Umsetzung der neuen MiFID-Regelungen.²⁸ Auch zwei Jahre nach Umsetzung der MiFID in Deutschland blieben die genauen Anforderungen an die Best Execution gem. § 33a WpHG unklar.²⁹

Die Überführung der Best Execution Policy-Thematik von der Eingewöhnungsphase in den ordentlichen Geschäftsbetrieb zählt bis heute zu den unternehmerischen „*Dauerbrennern*“³⁰ an Herausforderungen. Insbesondere die Inhalte der dem Kunden zugutekommenden wettbewerbsfähigen und gesetzeskonformen Best Execution Policy werden diskutiert. In Bezug auf den Anlegerschutz ergeben sich noch viele offene Fragen.³¹ So herrscht insbesondere über den haftungsrechtlichen Einfluss der „*neuartigen Regeln*“ des § 33a WpHG immer „*noch Unklarheit*“³², z. B. im Hinblick auf eine Verletzung der Ausführungsgrundsätze³³. Ob und wie die aufsichtsrechtlichen Regelungen die vertraglichen Pflichten der Unternehmen beeinflussen, ist bislang nicht abschließend geklärt.³⁴ Die theoretische Frage der systematischen Einordnung der Wohlverhaltenspflichten des WpHG im Verhältnis zum Zivilrecht wird heute nun mit den detailgenauen und subsumtionsfähigen Regelungen des § 33a WpHG praktisch bedeutsam.³⁵ Auch die deliktsrechtliche Diskussion über die Schutzgesetzeigenschaft der §§ 31 ff. WpHG ist nach dem neueren Urteil des BGH und vor dem Hintergrund des „*krisenhaften Geschehens*“ am Kapitalmarkt in letzter Zeit in vollem Gange.³⁶

27 *Deutsche Börse Group*, MiFID, Best Execution und Markttransparenz, Informationen für Wertpapierfirmen, Juni 2007, S. 8.

28 Vgl. *Noack*, insbesondere III und V, <http://www.bankenverband.de/bankenverband/pressezentrum/channel/10141710/art/1613/index.html> (Stand: Oktober 2011).

29 Vgl. CESR//09-355, Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, Para. 123: „On best execution in general a significant number of respondents to the Call for Evidence felt that the concept of best execution is unclear because firms are unsure as to what factors should be considered when formulating their best execution policy“.

30 *Rangol* in von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, S. 350.

31 *Teilnehmer* der Diskussion über die MiFID nach Bracht, ZBB 2008, 19, 20.

32 *Ekkenga* in Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 230.

33 *Duve/Keller*, BB2006, 2477, 2484.

34 Vgl. BGH, Urt. v. 19.12.2006, XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226 = NJW 2007, 1876 zur Haftung bei fehlender Offenlegung von „*kick back*“-Provisionen, Rückvergütungen; *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 794.

35 *Veil*, WM 2007, 1821, 1825.

36 *K. Schmidt* in FS Schwark, 2009, S. 753, 769.

C. Ziel und Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit untersucht einerseits den präzisen Inhalt der jeweiligen Regelungen des § 33a WpHG. Andererseits analysiert sie die zivil- und aufsichtsrechtlichen Auswirkungen des § 33a WpHG. Neben den nationalen und europäischen Rechtstexten finden die Stellungnahmen der BaFin, des Committee of European Securities Regulators und der Europäischen Kommission besondere Berücksichtigung.

Im 2. Kapitel wird zunächst auf die Entstehungsgeschichte der Best Execution im deutschen Wertpapierhandelsgesetz eingegangen.

Die Aufgabe des 3. Kapitels ist es, § 33a WpHG in die Systematik des Wertpapierhandelsgesetzes einzuordnen. Von Bedeutung ist hier die Frage, ob § 33a WpHG als Konkretisierung des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG angesehen werden kann. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist die Frage, ob § 33a WpHG eine anlegerschützende Funktion zukommt und daher als Wohlverhaltensregel einzuordnen ist. Dabei wird der prozessorientierte Ansatz der Vorschrift bei der Beurteilung der Wohlverhaltenseigenschaft berücksichtigt. Sowohl der Inhalt der Ausführungsgrundsätze als konkrete Handlungsvorgabe an das Unternehmen für die regelmäßige Ausführung eines Kundenauftrages als auch das Merkmal der Zustimmung spielen ebenfalls für die Einstufung eine gewichtige Rolle.

Das 4. Kapitel skizziert den persönlichen und sachlichen Anwendungsbereich des § 33a WpHG. Dabei werden die Besonderheiten bei verschiedenen Finanzinstrumenten und Wertpapierdienstleistungen dargelegt. U. a. wird die Europarechtskonformität des Ausschlusses von handelbaren traditionellen Fonds aus dem Anwendungsbereich des § 33a WpHG diskutiert.

Im 5. Kapitel wird die wesentliche aus § 33a WpHG resultierende Pflicht zum Treffen angemessener Vorkehrungen zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen analysiert. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen die Ausführungsgrundsätze, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Ausführung von Kundenaufträgen auf unterschiedlichen Ausführungsplattformen regelmäßig befolgen muss. Insbesondere wird darauf eingegangen, welche Komponenten zu den für die Gewichtung erforderlichen Kriterien des Kurses, der Kosten, der Geschwindigkeit, der Wahrscheinlichkeit der Ausführung und der Abwicklung sowie des Umfangs und der Art des Auftrags und aller sonstigen für die Auftragsausführung relevanten Aspekte gehören und entsprechend berücksichtigt werden müssen. Es werden mögliche Wechselbeziehungen vorgestellt und beispielhafte Gewichtungen vorgenommen. Insgesamt wird herausgearbeitet, welche Kriterien die vom Gesetz geforderten Ausführungsgrundsätze mindestens und bestenfalls zu berücksichtigen haben, um dem Interesse des Kunden am besten gerecht zu werden. In diesem Zusammenhang werden auch die neuen Mindestanforderungen MaComp der BaFin³⁷ kritisch gewürdigt.

37 Rundschreiben 4/2010 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations-, und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, vom 7. Juni 2010, WA 31 – Wp 2002–2009/0010, neu gefasst durch Rundschreiben vom 14. Juni 2011.

Im 6. Kapitel werden diejenigen Pflichten des § 33a WpHG behandelt, die den Grundsätzen zur Auftragsausführung erst ihre Wirksamkeit und effiziente Geltung ermöglichen. Darunter fallen die Besonderheiten des unterschiedlichen Informationsumfangs über die Ausführungsgrundsätze je nach Kundenkategorie und das Einholen von verschiedenen Zustimmungsarten zu den Grundsätzen. Auch der Charakter der Ausführungsgrundsätze als Allgemeine Geschäftsbedingungen wird untersucht.

Im 7. Kapitel werden die Anforderungen an die sog. Auswahl-Policy im Rahmen des § 33a Abs. 8 WpHG dargelegt. Bedient sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Ausführung der Kundenaufträge dritter Dienstleister oder betreibt es externe Finanzportfolioverwaltung, gilt die Pflicht zur Best Execution in modifizierter Form. Insbesondere werden die Verantwortungsbereiche für die Erstellung der Ausführungs- und Auswahlgrundsätze und die Ausführung des Auftrags bei der Nutzung von Modullösungen voneinander abgegrenzt.

Das 8. Kapitel untersucht, ob überhaupt und wenn ja, in welchen Konstellationen und auf welcher Grundlage ein Schadensersatzanspruch des Kunden bei Verstoß gegen die Pflichten des § 33a WpHG in Betracht kommt. Bei der schwerpunktmäßig untersuchten Frage der Haftung dem Grunde nach wird der durch die MiFID bezweckte und bereits im 4. Kapitel diskutierte Anlegerschutz zweck des § 33a WpHG die zentrale Rolle einnehmen und vor dem Hintergrund des unionsrechtlich geforderten *effet utile* das Leitbild bei der effektiven Umsetzung des Art. 21 MiFID sein. Der Einfluss des Harmonisierungsumfangs und des Harmonisierungsgrades der MiFID unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf das Zivilrecht wird im Hinblick auf § 33a WpHG erläutert.³⁸ Zunächst werden hierfür die zum Verhältnis der §§ 31 ff. WpHG zu den zivilrechtlichen Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen entwickelte Literatur und die Rechtsprechung des BGH ausgewertet. Eine Modifizierung der vertraglichen Interessenwahrungspflichten durch § 33a WpHG, wie sie für das Vertragsverhältnis insbesondere im kommissionsrechtlichen § 384 Abs. 1 HS 2 HGB normiert und für die §§ 675, 611 ff., 662 ff. BGB durch die Rechtsprechung entwickelt wurden, wird diskutiert. Hinsichtlich einer möglicherweise bestehenden deliktischen Haftung bei Verstoß gegen die Pflichten aus § 33a WpHG wird insbesondere das Vorliegen eines Schutzgesetzes i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB geprüft. Hierbei werden ausgewählte Entscheidungen des BGH ausgewertet. Entscheidend wird hierbei die Differenzierung zwischen mehreren möglichen Haftungssubjekten sein. Sodann werden mögliche Verstöße gegen § 33a WpHG vorgestellt. Es wird der Frage nachgegangen, ob die Unternehmen in bestimmten Fällen von ihrer eigenen Policy abweichen dürfen. Auf die Besonderheit einer möglicherweise in Betracht kommenden AGB-Kontrolle durch die Zivilgerichte und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wird

38 Zu den weiteren noch ungeklärten Fragen in diesem Zusammenhang gehören der Inhalt der Rahmenvereinbarung gem. § 34 Abs. 2 S. 2 WpHG in Umsetzung von Art. 19 Abs. 7 MiFID, Art. 39 DRL inkl. eines Formerfordernisses nach § 126 BGB; die Frage, ob einem solchen Vertrag die Pflicht aus Art. 19 Abs. 1 MiFID innewohnt; die Einordnung der Verhaltenspflichten als gesetzliches Verbot i. S. d. § 134 BGB, jeweils *Mülbert*, Arbeitspapiere 2008, S. 3–6; kritisch zum Gelingen der Umsetzung im Hinblick auf § 31d WpHG *Assmann*, ZBB 2008, 21, 32.

eingegangen. Die Fragen der haftungsbegründenden Kausalität, des Verschuldens und des Schadens, die für jegliche Verstöße gegen die von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu beachtenden Vorschriften im Kapitalmarktrecht auftauchen, können hier nicht grundsätzlich diskutiert werden, sondern ihre Besonderheiten werden mit Blick auf § 33a WpHG skizziert. Entscheidend für die Durchsetzung von potentiellen Schadensersatzansprüchen werden mögliche Beweiserleichterungen für den Kunden sein.

Das 9. Kapitel fasst in einer Schlussbetrachtung die wichtigsten Ergebnisse der Arbeit zusammen und gibt einen Ausblick auf die weiteren rechtlichen Entwicklungen im Zusammenhang mit der Best Execution. Es fordert zu rechtlichen und praktischen Optimierungen hinsichtlich der bestmöglichen Orderausführung gem. § 33a WpHG auf. In zwei Anhängen werden abschließend auf der Grundlage der vorangegangenen Untersuchung Elemente für die Ausführungs- und Auswahlgrundsätze im bestmöglichen Interesse des Kunden vorgestellt.

Insgesamt soll mit der vorliegenden Untersuchung ein Beitrag zu mehr Rechtssicherheit in der Anwendung der Best Execution gem. § 33a WpHG durch Finanzdienstleister und Gerichte zum Schutz des Anlegers geleistet werden.