

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

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	XXI
Internetquellen	XLIX
Abbildungsverzeichnis	LV
Abkürzungsverzeichnis	LVII
1. Kapitel: Einleitung	1
A. Überblick über die politische und finanzwirtschaftliche Bedeutung der Best Execution	1
B. Einordnung der Best Execution im nationalen Recht	4
C. Ziel und Gang der Untersuchung	6
2. Kapitel: Entstehungsgeschichte der Best Execution	9
A. Europäische Entstehungsgeschichte der Best Execution	9
I. Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	9
II. Art. 21 Finanzmarktrichtlinie (MiFID)	11
1. Hintergrund für die Einführung der Finanzmarktrichtlinie	11
2. Gesetzgebungsverfahren	12
3. Ziele der MiFID	15
4. Regelung der Best Execution	16
a) Inhalt	16
b) Prozessorientierter Ansatz	17
B. Nationale Entstehungsgeschichte der Best Execution	19
I. Rechtslage vor Entstehung des WpHG	19
II. Rechtslage nach Entstehung des WpHG	20
1. Umsetzung des Art. 11 Abs. 1 S. 4 Sp.-Str. 1, 2 und 7 der ISD in § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG unter Berücksichtigung der zivilgerichtlichen Rechtsprechung	20
2. Die Wohlverhaltensrichtlinie des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel	23
3. Nr. 2 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte a. F.	25
III. Transformation des Art. 21 MiFID in deutsches Recht	26
C. Zusammenfassung	29

3. Kapitel: § 33a WpHG und seine systematische Einordnung in die Auftragsausführung nach dem Wertpapierhandelsgesetz	31
A. Best Execution nach WpHG	31
B. Das Verhältnis von § 33a zu § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	33
I. Grammatikalische Auslegung	34
II. Historische Auslegung	35
III. Systematische und teleologische Auslegung	35
1. Maßgebliche Kundeninteressen	35
a) Konkret-individueller Ansatz des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	35
b) Abstrakt-genereller Ansatz des § 33a WpHG	37
2. § 33a WpHG im Spannungsverhältnis zwischen Organisations- und Wohlverhaltenspflicht	39
a) Allgemeine Abgrenzung von Wohlverhaltens- und Organisationspflichten	39
b) Meinungsspektrum in der Literatur zur anlegerschützenden Wirkung des § 33a WpHG	41
c) Einordnung des § 33a WpHG	42
aa) Verhältnis des § 33a WpHG zu § 2 Abs. 2 Nr. 7 UKlaG	43
bb) Wortlaut und Systematik der MiFID	43
cc) Vergleich des § 33a mit § 33 WpHG	43
d) Verwirklichung des Anlegerschutzes durch die einzelnen Pflichten nach § 33a WpHG	46
IV. Ergebnis	48
C. Zusammenfassung	48
4. Kapitel: Anwendungsbereich des § 33a WpHG	51
A. Persönlicher Anwendungsbereich	51
I. Wertpapierdienstleistungsunternehmen	51
II. Kunde	53
1. Legaldefinition des Kunden gem. § 31a Abs. 1 WpHG	53
2. Kundenkategorien nach der MiFID	54
a) Gesetzliche Zuordnung	54
aa) Der „geborene“ Privatkunde	55
bb) Der „geborene“ professionelle Kunde	55
cc) Die „geborene“ „geeignete Gegenpartei“	56
b) Änderung der Kundenkategorie	58
aa) Herauf- bzw. Herabstufung	58
bb) Der „gekorene“ Privatkunde	59
cc) Der „gekorene“ professionelle Kunde	59
dd) Die „gekorene“ geeignete Gegenpartei	61
ee) Chancen und Risiken der Herauf- bzw. Herabstufung	62
B. Sachlicher Anwendungsbereich	63
I. Finanzinstrumente	65

1. Der Wertpapierbegriff des WpHG	65
2. Der Sonderfall „OTC-Finanzinstrumente“	66
3. Der Sonderfall „Ausgabe und Rücknahme von Anteilen an Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und ausländischem Investmentvermögen“	68
a) Ausschließliche Ausführung über eine Depotbank	68
b) Alternative Möglichkeit der Ausführung über eine Depotbank oder die Börse	70
II. Dienstleistungen	72
1. Die Finanzkommission	72
2. Der Eigenhandel	74
a) Eigenhandel versus Eigengeschäft	74
b) Das Festpreisgeschäft	75
3. Die Abschlussvermittlung	79
III. Ausführungsarten	79
C. Zusammenfassung	80
5. Kapitel: Das Treffen angemessener Vorkehrungen	
gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1 WpHG	83
A. Das Aufstellen der Ausführungsgrundsätze	
gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1 HS 1, Abs. 2, Abs. 3, Abs. 5 WpHG	83
I. Die Analyse der Ausführungsplätze und die Gewichtung der Kriterien ..	83
1. Handelsplätze	86
a) Organisierte Märkte	93
aa) Parkettbörsen	93
bb) Elektronische Handelssysteme	94
b) Over-the-counter-Handel	96
aa) Multilaterale Handelssysteme	96
bb) Systematische Internalisierung	98
cc) Market Maker	100
dd) Sonstige Liquiditätsgeber	100
ee) Vergleichbare Einrichtungen in einem Drittland	101
2. Gattungen von Finanzinstrumenten	101
a) Mindestkategorisierungen nach CESR	101
b) Beispiele detaillierter Kategorisierungen	103
3. Kriterien nach § 33a Abs. 2 und Abs. 3 WpHG	104
a) Der Preis der Finanzinstrumente	104
aa) Zusammensetzung	104
bb) Preisermittlung	105
cc) Instrumente für die Beobachtung der Preisentwicklung	109
b) Die Kosten der Auftragsausführung	109
aa) Kostenpositionen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens	110

(1) Unmittelbar mit der Auftragsausführung verbundene Kosten	110
(2) Nicht unmittelbar mit der Auftragsausführung verbundene Kosten	112
bb) Kosten i. S. d. § 33a WpHG	112
(1) „Gesamtentgelt“ i. S. d. § 33a Abs. 3 S. 1 und 2 WpHG ..	112
(2) Abweichung der MaComp von den europäischen Vorgaben	115
(3) Vergütung und Provisionen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 33a Abs. 3 S. 3 und 4 WpHG	116
(a) Wortlaut des § 33a Abs. 3 S. 3 WpHG	116
(b) Zweck des § 33a Abs. 3 S. 3 WpHG	118
(c) Anwendungsbereich des § 33a Abs. 3 S. 4 WpHG	119
(d) Vergleich der Gebühren und Provisionen durch den Kunden	120
(e) Die Bedeutung für die Entscheidung zum Anschluss an einen Handelsplatz	121
cc) Kostenermittlung	122
dd) Mögliche Maßnahmen der Kostenreduzierung	124
c) Die Geschwindigkeit der Auftragsausführung	125
d) Die Wahrscheinlichkeit der Auftragsausführung	125
e) Die Abwicklung des Auftrags	126
f) Der Umfang des Auftrags	127
g) Die Art des Auftrags	128
h) Sonstige Kriterien	129
4. Die Gewichtung der Kriterien gem. § 33a Abs. 2 HS 2 WpHG	131
a) Ermessen der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	131
b) Bewertungsverfahren	132
c) Die Gewichtung unter Berücksichtigung der Merkmale und der Art des Kunden	136
aa) Der Privatkunde	136
bb) Der professionelle Kunde	138
d) Die Gewichtung unter Berücksichtigung der Merkmale des Kundenauftrags	140
e) Die Gewichtung unter Berücksichtigung der Merkmale des Finanzinstruments	142
II. Die Auswahl der Ausführungsplätze und die Aufnahme in die Best Execution Policy gem. § 33a Abs. 5 S. 1 WpHG	143
1. Aspekte für die Auswahl der Ausführungsplätze	145
a) Schwerpunkt: Liquidität und Ausführungswahrscheinlichkeit	145
b) Schwerpunkt: Preis und Kosten	147

c) Schwerpunkt: Abgrenzung börsliche oder außerbörsliche Ausführung	150
d) Schwerpunkt: inländische oder ausländische Ausführung	152
e) Sonstiges	153
2. Aufnahme der Ausführungsplätze in die Policy	154
III. Sonstiger Inhalt der Ausführungsgrundsätze	157
B. Sonstige Vorkehrungen gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1 HS 1 WpHG	158
C. Zusammenfassung	159
6. Kapitel: Geltung und Effizienz der Ausführungsgrundsätze	163
A. Information des Kunden gem. § 33a Abs. 6 Nr. 1 HS 1 WpHG	163
I. Umfang der Information über die Ausführungsgrundsätze	165
1. Der Privatkunde	165
2. Der professionelle Kunde	166
II. Informationsverfahren	168
B. Einholen der Zustimmung des Kunden	169
I. Allgemeine Zustimmung zu den Ausführungsgrundsätzen gem. § 33a Abs. 6 Nr. 1 HS 2 WpHG	169
1. Die Zustimmung durch den Neukunden	169
2. Die Zustimmung durch den Bestandskunden	171
II. Besonderer Hinweis und ausdrückliche Zustimmung zur Auftragsausführung außerhalb organisierter Märkte und MTFs gem. § 33a Abs. 5 S. 2 WpHG	172
C. Ausführung des Kundenauftrages	176
I. Sicherstellung der Ausführung nach Maßgabe der Ausführungsgrundsätze gem. § 33a Abs. 1 Nr. 2 WpHG	176
II. Auftragsausführung bei ausdrücklicher Kundenweisung	180
1. Wirkung der Kundenweisung	180
2. Informierte Kundenentscheidung	181
3. (Begrenzte) Maßgeblichkeit der Kundenweisung gem. § 33a Abs. 4 WpHG	182
4. Ausdrückliche Hinweispflicht für den Privatkunden gem. § 33a Abs. 6 Nr. 2 WpHG	184
III. Darlegung der Ausführung gem. § 33a Abs. 7 WpHG	186
D. Überprüfung und Änderung der Vorkehrungen gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1, Abs. 6 Nr. 3 WpHG	187
I. Überprüfung der Ausführungsgrundsätze gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1 HS 2 WpHG	187
1. Review und Monitoring	187
2. Turnus der Überprüfung	189
a) Mindestanforderung: Jährliche Überprüfung	189
b) Unterjährige Prüfung bei „wesentlichen Änderungen“	190

c) Unterjährige Prüfung entsprechend dem Reformvorschlag der Kommission für die MiFID	191
II. Mitteilungspflicht über „wesentliche Änderungen der Vorkehrungen“ gem. § 33a Abs. 6 Nr. 3 WpHG	191
1. Die „wesentlichen Änderungen“	191
2. Information und Informationsverfahren	192
III. Erfordernis einer erneuten Zustimmung bei Änderung der Ausführungsgrundsätze	193
E. Zusammenfassung	196
7. Kapitel: Business Process Outsourcing – BPO	199
A. Auslagerung der Best Execution-Anforderungen auf externe Dienstleister	199
B. Weiterleitung von Kundenaufträgen an Dritte und „externes“ Portfoliomanagement gem. § 33a Abs. 8 WpHG	201
I. Auswahl-Policy und Modullösungen für die Best Execution	201
1. Aufstellen und Inhalt der Auswahl-Policy	201
2. Abgrenzungen von Verantwortungsbereichen für die Best Execution Policy	204
a) Die reine Auswahl-Policy	204
b) Modullösungen: Best Execution-Weisungen an Dritte	206
II. Geltung und Effizienz der Auswahl – und Ausführungsgrundsätze	208
1. Information, Hinweis und Einholen der Zustimmung	208
2. Nachweis bezüglich der Befolgung der Auswahlgrundsätze	211
3. Überprüfung und Änderung der Vorkehrungen	212
a) Überprüfung der Auswahl-Policy	212
b) Änderung der Auswahl-Policy	215
III. Auftragsausführung bei ausdrücklicher Kundenweisung	215
C. Zusammenfassung	215
8. Kapitel: Zivil- und aufsichtsrechtliche Auswirkungen des § 33a WpHG	217
A. Rahmenvorgaben der MiFID für das Haftungsrecht	217
I. Der Anlegerschutz	217
II. Anhaltspunkte für eine Haftung nach MiFID und DRL	220
B. Haftungsmöglichkeit nach deutschem Recht	221
I. Spezialgesetzliche Anspruchsgrundlage	221
II. Allgemeine Anspruchsgrundlagen	222
1. Normen des BGB	222
2. Entgegenstehendes Verbot des <i>Gold Plating</i>	222
3. Der <i>effet utile</i> des Unionsrechts als Haftungsgrund	223
III. Der Einfluss der MiFID auf das deutsche Zivilrecht	224
1. Harmonisierungsumfang der MiFID	225

2.	Der Harmonisierungsgrad der MiFID als Maßgabe für die zivilrechtlichen Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	226
a)	Harmonisierungsgrad der MiFID	226
aa)	Anhaltspunkte für eine „Maximalharmonisierung“ durch die MiFID	227
bb)	Anhaltspunkte für eine „Vollharmonisierung“ durch die MiFID	228
b)	Relevanz des Harmonisierungsgrades für strengere Anforderungen an die Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgrund Zivilrecht	230
3.	Gleichlauf zivil- und aufsichtsrechtlicher Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Bezug auf § 33a WpHG	233
IV.	Verhältnis des WpHG zum Zivilrecht	233
1.	Stand der Literatur	234
a)	Klassische Abgrenzungstheorien	234
b)	Überblick über den Streitstand	235
aa)	Vertragliche Haftung	235
bb)	Deliktische Haftung	237
2.	Die Rechtsprechung des BGH	239
a)	Urteil des BGH vom 8. März 2005	239
a)	Urteil des BGH vom 19. Dezember 2006	240
c)	Urteil des BGH vom 19. Februar 2008	242
3.	Stellungnahme	245
a)	Zur Literatur	245
b)	Zur Rechtsprechung	253
aa)	Schutzgesetzzeigenschaft des § 33a WpHG im Hinblick auf das Organ bzw. den Angestellten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens	253
bb)	Schutzgesetzzeigenschaft des § 33a WpHG im Hinblick auf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen	257
4.	Zwischenfazit	263
C.	Folgen der dogmatischen Einordnung des § 33a WpHG für das Zivilrecht	264
I.	Denkbare Verstöße gegen § 33a WpHG	264
1.	Nichtaufstellen der Ausführungsgrundsätze gem. § 33a Abs. 2, 3 und 5 WpHG	265
2.	Ermessensfehlerhafte Aufstellung der Ausführungsgrundsätze und deren Überprüfung § 33a Abs. 2, 3, 5 und Abs. 1 Nr. 1 HS 2 WpHG	265
a)	AGB-Kontrolle	265
aa)	Faktische Kontrollfestigkeit wegen Ermessensspielraums	265
bb)	Kontrollfestigkeit gem. § 307 Abs. 3 BGB	266

cc) Ersatzrecht gem. § 306 Abs. 2 BGB	268
b) Verstöße gegen §§ 307 ff. BGB	269
aa) Inhalt	269
bb) Form	270
3. Fehlende Information über die Ausführungsgrundsätze gem. § 33a Abs. 6 Nr. 1 und deren Änderungen gem. § 33a Abs. 6 Nr. 3 WpHG sowie Nichteinholen der Zustimmung des Kunden gem. § 33a Abs. 6 Nr. 1 und Abs. 5 S. 2 WpHG	271
4. Kein Hinweis gem. § 33a Abs. 5 S. 2 oder Abs. 6 Nr. 2 WpHG	273
5. Unzureichende Sicherstellung der Ausführung anhand der Ausführungsgrundsätze gem. § 33a Abs. 1 Nr. 2 WpHG	273
6. Unzureichende Überprüfung der Ausführungsgrundsätze und Überwachung gem. § 33a Abs. 1 Nr. 1 HS 2 WpHG	274
7. Nichtvorlagemöglichkeit der Dokumentation gem. § 33a Abs. 7 WpHG	274
8. Verstöße im Zusammenhang mit der Einschaltung Dritter zur Auftragsausführung gem. § 33a Abs. 8 WpHG	274
II. Zurückweisungs- und Rücktrittsrecht	276
III. Schadensersatz	278
1. Anspruchsgrundlagen	278
a) Vertragliche Haftung	278
b) Deliktische Haftung	279
aa) Anspruch auf Schadensersatz gem. § 823 Abs. 1 BGB	279
bb) Anspruch auf Schadensersatz gem. § 823 Abs. 2, 31 (analog) BGB i. V. m. § 33a WpHG bzw. § 831 BGB	279
cc) Anspruch auf Schadensersatz gem. § 826 BGB i. V. m. § 31 BGB (analog), § 831 BGB	280
c) Anspruch auf Schadensersatz aus „eigenständiger Berufshaftung“	280
2. Kausalität	281
3. Verschulden	282
4. Rechtswidrigkeit	282
5. Schaden	283
6. Darlegungs- und Beweislast	285
a) Grundsätzliche Darlegungs- und Beweislastverteilung	285
b) Beweiserleichterung oder Beweislastumkehr	285
aa) Hinsichtlich eines Pflichtverstoßes	285
(1) „Soft law“ des CESR und der BaFin	285
(2) Sekundäre Beweislastverteilung bei Negativbeweis	286
(3) Verstoß gegen Informations- und Hinweispflichten	287
(4) Bedeutung des § 33a Abs. 7 WpHG	288
bb) Hinsichtlich der haftungsbegründenden Kausalität	291

7. Haftungsbegrenzung in den Ausführungsgrundsätzen	293
8. Durchsetzung im Prozess	294
IV. Abbedingung im Vertrag	295
D. Aufsichtsrechtliche Sanktionen	296
I. Allgemeines	296
II. AGB-Kontrolle durch die BaFin	297
E. Zusammenfassung	299
9. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick	303
Anhang I	319
Anhang II	325