

Angemessenheits- und Geeignetheitstest im Finanzmarktaufsichtsrecht

Dipl.-Finw. *Timm Stelzer*, Bonn*

Die Umsetzung von MiFID II führte u.a. zu einer Neufassung der Wohlverhaltensregeln sowie zu Modifikationen des Angemessenheits- und Geeignetheitstests im deutschen Finanzmarktaufsichtsrecht. Vor allem aber offenbart sie in Relation zur unmittelbar anwendbaren Delegierten VO 2017/565 dogmatische Schwächen. Der folgende Beitrag soll die entscheidenden Änderungen aufzeigen und rechtliche Konturen schaffen, innerhalb derer nationales und europäisches Aufsichtsrecht systematisch zusammengeführt werden.

A. Einleitung

„Remember, time is money!“¹ Dieser berühmte Satz von Benjamin Franklin steht paradigmatisch für die Effizienz und Schnelllebigkeit des Finanzmarkts. Eine Schnelllebigkeit, die in Zeiten, in denen sich Kryptowährungen und alternative Anlageformen großer Beliebtheit erfreuen, ebenso viele Vorteile bietet, wie Risiken für Anleger birgt. Die Komplexität der Materie sowie die hohe Professionalität der Akteure potenzieren das Schutzbedürfnis des Anlegers, der oftmals darauf angewiesen sein wird, auf die Empfehlung seines Anlageberaters zu vertrauen, um ein Vielfaches. Auch um diesem Schutzbedürfnis als Reaktion auf die Finanzmarktkrise 2008 gerecht zu werden, stand das Bank- und Kapitalmarktrecht in den letzten Jahren im Fokus legislativer Reformbestrebungen, die mit dem Erlass der zweiten Finanzmarktrichtlinie (MiFID II)² am 15. Mai 2014 ihren vorläufigen Höhepunkt erreichten.³

Im Zentrum der Novellierungen stand die Regulierung von Wertpapierdienstleistungen. Durch eine Neufassung der aufsichtsrechtlichen Pflichten eines Wertpapierdienstleisters gegenüber seinen Anlegern (sog. Wohlverhaltensre-

geln) sollten Anleger noch besser geschützt,⁴ ihr Vertrauen in den Finanzmarkt gestärkt und dessen krisenbedingte Instabilität rehabilitiert werden.⁵ Der deutsche Gesetzgeber setzte die europäischen Vorgaben überwiegend mit dem zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz⁶ um, dessen Bestimmungen zum 3. Januar 2018 in Kraft getreten sind.

B. Die „suitability-doctrine“ des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts

Für den Anlegerschutz von zentraler Bedeutung ist die Pflicht eines Wertpapierhändlers, die Angemessenheit oder Geeignetheit eines Anlageprodukts für den Kunden zu prüfen. Es handelt sich um Vorgaben des europäischen Finanzmarktaufsichtsrechts, die normativ auf Art. 25 MiFID II beruhen, genetisch jedoch der amerikanischen „suitability-doctrine“ entstammen.⁷ Als Kernelement des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts reguliert diese das zivilrechtliche Rechtsverhältnis zwischen Wertpapierhändler und Anleger.⁸ Der Händler darf nur Anlageprodukte empfehlen, die für den Kunden auch geeignet sind.⁹ Neben diesem Verbot der Empfehlung ungeeigneter Produkte umfasst die „suitability-doctrine“ zugleich das Gebot, sich vor Abgabe einer Empfehlung über die persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse des Anlegers zu informieren (sog. Explorationspflicht).¹⁰

Abseits des Wertpapierhandels gilt mit dem Grundsatz „caveat emptor“ ein Vermächtnis des römischen Rechts.¹¹ Demnach ist es gerade Sache des Käufers, sich zu verge-

* Der Autor ist Dipl.-Finanzwirt (FH), wissenschaftlicher Mitarbeiter bei Flick Gocke Schaumburg und Student der Rechtswissenschaft an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn. Der Beitrag entstand anlässlich des Seminars „Aktuelle Entwicklungen im Finanzmarktrecht“ im Sommersemester 2018 und wurde zudem im Rahmen des ZEuP-Preises 2018 ausgezeichnet.

¹ Zitiert nach *Geisst*, Die Geschichte der Wall St, 2007, S. 15.

² Akronym für „Markets in Financial Instruments Directive“, Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. 2014 L 173, 349.

³ *Buck-Heeb/Poelzig*, BKR 2017, 485 (495); *Balzer*, in: Teuber/Schröder, MiFID II/MiFIR – Umsetzung in der Bankpraxis, 2015, Rn. 3.

⁴ Vgl. Erwägungsgründe 3, 4, 70, 86 MiFID II; *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221 (222).

⁵ Erwägungsgrund 4 MiFID II.

⁶ Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz v. 23.6.2017, BGBl. I 2017, 1693.

⁷ *Schommer*, Das Geeignetheitskonzept nach § 31 Abs. 4 WpHG, 2013, S. 30–32; *Fleischer*, BKR 2006, 389 (395).

⁸ *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627 (635); *Kübler*, Müssen Anlageempfehlungen anlegergerecht sein? Zum Stellenwert der amerikanischen „suitability“-Doktrin im deutschen Recht, in: Horn (Hrsg.), FS Coing II, 1982, S. 193 (197).

⁹ *Assmann*, The Broker-Dealer's Liability for Recommendations, 1982, S. 50.

¹⁰ *Kübler*, (Fn. 8), S. 208.

¹¹ Grundlegend *Zimmermann*, The Law of Obligations, 1993, S. 307; zur Etymologie vgl. *Assmann*, Prospekthaftung, 1985, S. 20 f. m.w.N.

wissern, dass ein Geschäft für ihn finanziell tragbar und zweckmäßig ist.¹² Für den gewerbsmäßigen Vertrieb von Finanzinstrumenten wird dieser Grundsatz durch die sog. „*shingle theory*“ verdrängt.¹³ Sobald ein Wertpapierhändler seine gewerbsmäßige Tätigkeit aufnimmt, bildlich gesprochen also „sein Türschild (*shingle*) aufhängt“, ist er zu professionellem und integrem Verhalten gegenüber seinen Kunden verpflichtet.¹⁴ Die „*suitability-doctrine*“ wird gemeinhin als Ausfluss der „*shingle theory*“ betrachtet.¹⁵ Sie verpflichtet den Wertpapierhändler zu einer Geeignetheitsprüfung, die nach „*caveat emptor*“ grundsätzlich dem Anleger selbst obläge. Auf diese Weise soll verhindert werden, dass letzterem der Wissens- und Erfahrungsvorsprung seines Anlageberaters zum Nachteil gereicht.¹⁶

C. Die Regulierung von Wertpapierdienstleistungen

Ihren endgültigen Durchbruch in Europa verdankt die „*suitability-doctrine*“ MiFID I¹⁷. Seit Art. 19 Abs. 4 MiFID I bzw. dessen nationaler Umsetzung in § 31 WpHG a.F. ist die Pflicht zur Prüfung der Angemessen- oder Geeignetheit eines Finanzinstruments für den Anleger originärer Bestandteil der Wohlverhaltensregeln, nunmehr niedergelegt in den §§ 63, 64 WpHG.

I. Wohlverhaltensregeln

Die Wohlverhaltensregeln bilden einen Teilbereich des öffentlichen Rechts,¹⁸ der beruhend auf den Art. 23 bis 25 MiFID II europarechtlich determiniert ist. Ihr Adressat sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.d. § 2 Abs. 10 WpHG.

1. Stufenbau der Verhaltensregeln

Inhaltlich folgen die Wohlverhaltensregeln des WpHG einer abgestuften Systematik,¹⁹ innerhalb der das Schutz-

bedürfnis des Anlegers und die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an den Wertpapierdienstleister in einem proportionalen Verhältnis stehen: je höher das Schutzbedürfnis des Anlegers ist, desto höher sind die Anforderungen der §§ 63, 64 WpHG.²⁰ Allegorisch lässt sich diese Proportionalität anhand eines absteigenden Stufenbaus darstellen: das Fundament einer jeden „Stufe“ bilden die allgemeinen Verhaltensregeln des § 63 Abs. 7 WpHG.²¹ Diese sind allein jedoch nicht geeignet, den Anleger hinreichend zu schützen, da es sich lediglich um abstrakte und am Maßstab eines durchschnittlichen Anlegers ausgerichtete Informationspflichten handelt; die individuellen Kenntnisse, Verhältnisse und Ziele des Kunden finden keine Berücksichtigung.²² Je nach Höhe des gebotenen Anlegerschutzes werden die allgemeinen Pflichten des § 63 WpHG daher um besondere Pflichten des insoweit spezielleren²³ § 64 WpHG ergänzt.

a) Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung

Die höchsten Anforderungen sind an Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung zu stellen. Während unter „Anlageberatung“ gem. § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 10 WpHG die Abgabe einer persönlichen Empfehlung an den Anleger zu verstehen ist, die auf das Handeln oder Halten eines bestimmten Finanzinstruments gerichtet ist,²⁴ meint „Finanzportfolioverwaltung“ die Verwaltung in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum (§ 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 7 WpHG). Im Gegensatz zur Anlageberatung trifft der Anleger im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung die Entscheidung, auf Basis der Empfehlung handeln zu wollen, nicht selbst.²⁵ Teleologisch erklären sich die hohen Anforderungen mit einem besonderen Vertrauensschutz des Anlegers. Im Fall der Anlageberatung spricht der Wertpapierdienstleister eine persönliche Empfehlung aus, im Fall der Vermögensverwaltung handelt er sogar eigeninitiativ für Rechnung des Anlegers. In beiden Fällen beansprucht der Anlageberater somit ein besonderes Vertrauen des Anlegers auf die Richtigkeit seiner Empfehlung resp. seiner Entscheidung.²⁶ Dieses Vertrauen zu schützen, ist Anliegen von § 64 Abs. 3 WpHG, demgemäß ein Wertpapierdienstleister nur Finanzinstrumente empfehlen darf, die für den Anleger persönlich und wirtschaftlich geeignet sind.

¹² Assmann, (Fn. 11), S. 184; Kübler, (Fn. 8), S. 197 f.

¹³ Kübler, (Fn. 8), S. 198; Kasten, Die Neuregelung der Explorations- und Informationspflichten, 2009, S. 263.

¹⁴ Assmann, (Fn. 11), S. 184 f.; Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 354 f.

¹⁵ Assmann, (Fn. 9), S. 33 f.; ders., (Fn. 11), S. 192.

¹⁶ Kübler, (Fn. 8), S. 198.

¹⁷ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. 2004 L 145, 1.

¹⁸ So die ganz hM, vgl. BGH NZG 2013, 1226 (1228); Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 750 f.; Lehmann, Grundriss des Bank- und Kapitalmarktrechts, 2016, Rn. 478; Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 821; Voß, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 2015, Vorb. zu § 31 Rn. 26–28; aA Einsele, ZHR 180 (2016), 233 (234 f., 248).

¹⁹ Lehmann, (Fn. 18), Rn. 497; vgl. auch Rothenhöfer, in: Kämpel/Mülbner/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 13.81.

²⁰ Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 10. Aufl. 2019, Rn. 859.

²¹ Vgl. Buck-Heeb, (Fn. 20), Rn. 859.

²² Mit Blick auf § 63 Abs. 7 S. 2 WpHG Buck-Heeb/Poelzig, BKR 2017, 485 (487); Klein, Die Beratungsprotokollpflicht im System des europarechtlich determinierten Anlegerschutzes, 2015, S. 53.

²³ BT-Drucks. 18/10936, 234; Buck-Heeb, (Fn. 20), Rn. 887.

²⁴ Statt vieler Buck-Heeb, (Fn. 20), Rn. 888 f.

²⁵ Sethe, (Fn. 18), S. 26; Möllers, in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 31 Rn. 335.

²⁶ Mundheim, 3 Duke L.J. 445, 450 (1965); Kasten, (Fn. 13), S. 240.

b) Anlagevermittlung

Demgegenüber abgemilderte Anforderungen sind an die Anlagevermittlung zu stellen. Hierbei handelt es sich um Wertpapierdienstleistungen, die einerseits weder eine Anlageberatung noch eine Finanzportfolioverwaltung zum Gegenstand haben (sog. beratungsfreies Geschäft), sich andererseits jedoch auch nicht in der bloßen Ausführung bestimmter Geschäfte über „nicht-komplexe Finanzinstrumente“ erschöpfen (sog. reines Ausführungsgeschäft). Wie schon die Semantik des beratungsfreien Geschäfts verrät, ist das Fehlen des Beratungselements entscheidend. Im Gegensatz zur Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung wird kein besonderes Vertrauen begründet,²⁷ so dass, ergänzend zu den allgemeinen Informationspflichten, lediglich die Angemessenheit des Geschäfts für den Anleger zu prüfen ist (§ 63 Abs. 10 WpHG).²⁸

c) Reines Ausführungsgeschäft

Sogar eine Angemessenheitsprüfung kann unterbleiben, wenn es sich bei dem beratungsfreien Geschäft um ein bloßes Ausführungsgeschäft handelt. Den Wertpapierdienstleister treffen dann über die abstrakte Informationspflicht des § 63 Abs. 7 WpHG hinaus keine weiteren Pflichten. Dieses Privileg ist jedoch an bestimmte Voraussetzungen gebunden, die § 63 Abs. 11 WpHG normiert und die kumulativ erfüllt sein müssen. So dürfen etwa nur nicht-komplexe Finanzinstrumente Gegenstand des beratungsfreien Geschäfts sein. In der Sache geht es darum, dass diesen keine derivativen Elemente innewohnen, sie also sowohl in ihrer Komplexität als auch in ihrem Risikogehalt überschaubar sind.²⁹ Beide Parameter führen zu einem geringeren Schutzbedürfnis des Anlegers und rechtfertigen so die entsprechend herabgesetzten aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

2. Anlegerkategorisierung

Aus der abgestuften Systematik der Verhaltensregeln folgt, dass nicht alle Pflichten für alle Wertpapierdienstleistungen gegenüber allen Kunden gelten. Entscheidend für die Höhe des gebotenen Schutzes ist vor allem der Professionalitätsgrad eines Anlegers,³⁰ d.h. inwieweit er über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidung treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Dementsprechend differenziert § 67 WpHG, wie schon § 31a WpHG a.F., zwischen geeigneten Gegenpar-

teien (Abs. 4), professionellen Kunden (Abs. 2) und Privatkunden (Abs. 3).

Ungeachtet der gesetzlichen Einordnung, besteht die Möglichkeit einer Auf- oder Abstufung (sog. *opt-up* oder *opt-down*).³¹ Innerhalb professioneller Kunden ist demgemäß zwischen den in § 67 Abs. 2 S. 2 WpHG gesetzlich definierten (*geborenen*) und den fakultativ festgelegten (*gekorenen*) professionellen Kunden zu unterscheiden.

II. Geeignetheitstest

In Fällen der Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung ist ein Wertpapierdienstleister verpflichtet, die Geeignetheit des Geschäfts für den Kunden zu prüfen (§ 64 Abs. 3 WpHG). § 64 WpHG beruht auf Art. 25 Abs. 2 MiFID II, dessen Vorgaben um eine Verordnung des Europäischen Parlaments ergänzt werden. Bereits in normenhierarchischer Hinsicht bringt MiFID II insoweit eine bedeutsame Änderung mit sich: die Konkretisierung der Richtlinie als Rahmenrechtsakt wurde nicht mehr den nationalen Gesetzgebern überlassen, sondern unmittelbar europäisch geregelt. Die Delegierte Verordnung 2017/565 (DeIVO)³² ersetzt insoweit die bisherigen Regelungen der deutschen WpDVerOV.³³

1. Prüfungsmaßstab

Die Geeignetheitsprüfung folgt einem Dreischritt: Exploration, Evaluation, Information. In der Exploration sind die erforderlichen (vgl. Art. 54 Abs. 2 S. 2 DeIVO) und in ihrer Art von § 64 Abs. 3 S. 1 WpHG festgelegten Informationen über den Kunden einzuholen, die der sodann folgenden Beurteilung der Geeignetheit zu Grunde liegen. Deren Ergebnis ist dem Kunden abschließend in Schriftform mitzuteilen.

Empfohlen bzw. im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung gehandelt werden dürfen nur geeignete Produkte. Maßgebend ist die Betrachtung aus einer *ex-ante* Perspektive.³⁴ Kommt die Evaluation indes zu dem Ergebnis, dass das anvisierte Geschäft ungeeignet ist, so darf keine Empfehlung (Anlageberatung) bzw. keine Handelsentscheidung (Finanzportfolioverwaltung) erfolgen (Umkehrschluss aus § 64 Abs. 3 S. 2 WpHG; Art. 54 Abs. 10 DeIVO).

²⁷ Vgl. Seyfried, in: Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 3.160.

²⁸ Vgl. Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.143.

²⁹ Fuchs, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 31 Rn. 336; Lehmann, (Fn. 18), Rn. 496.

³⁰ Möllers, (Fn. 25), § 31a Rn. 2.

³¹ Lehmann, (Fn. 18), Rn. 501.

³² Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission v. 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU, ABl. 2017 L 87, 1.

³³ BT-Drucks. 18/10936, 234 f.; Buck-Heeb/Poelzig, BKR 2017, 485 (486).

³⁴ Koller, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, 7. Aufl. 2019, § 64 Rn. 46; Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer, KMRK, WpHG, 4. Aufl. 2010, § 31 Rn. 271.

2. Exploration

a) Kenntnisse und Erfahrungen

§ 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 WpHG verlangt eine Exploration der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden. Mit anderen Worten ist dessen Risikobewusstsein im Umgang mit den in Rede stehenden Finanzinstrumenten zu ermitteln. Inhaltlich konkretisiert wird § 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 WpHG durch § 64 Abs. 9 Nr. 2 WpHG³⁵ i.V.m. Art. 55 Abs. 1 lit. a) bis c) DelVO. Demnach haben sich die Informationen u.a. auf den Umfang und die Häufigkeit der Geschäfte mit Finanzinstrumenten sowie den Bildungsstand und beruflichen Hintergrund des Kunden zu erstrecken.

b) Risikofähigkeit

Ferner sind Informationen über die Risikofähigkeit des Anlegers einzuholen. Diese müssen gem. § 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG die finanziellen Verhältnisse des Kunden, d.h. Herkunft und Höhe seiner regelmäßigen Einkünfte und Verpflichtungen sowie seine Vermögenswerte (§ 64 Abs. 9 Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 54 Abs. 4 DelVO), umfassen. Gegenüber § 31 Abs. 4 S. 1 WpHG a.F. hat § 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG insoweit eine Erweiterung erfahren, als nun das Kriterium der Fähigkeit, Verluste zu tragen, ausdrücklich in den Wortlaut des Gesetzes aufgenommen wurde. Gleichwohl europäisches wie nationales Recht eine Definition des Merkmals vermissen lassen,³⁶ spricht dessen bereits 2012 erfolgte Aufnahme in die Leitlinien der ESMA³⁷ für eine bloß normative Klarstellung ohne inhaltliche Auswirkung.³⁸

c) Anlageziele

Die Befragung nach den Anlagezielen des Kunden soll den gewünschten Anlagezeitraum, seine Risikobereitschaft und den Zweck der Anlage ermitteln (§ 64 Abs. 9 Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 54 Abs. 5 DelVO). Neu gegenüber § 31 Abs. 4 S. 1 WpHG a.F. ist indes, dass § 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 WpHG nun ausdrücklich das Kriterium der Risikotoleranz nennt. Wie schon bei der Fähigkeit des Kunden, Verluste zu tragen, fehlt es auch insoweit an einer Definition. Angesichts dessen, dass Art. 54 Abs. 5 DelVO nahezu wortgleich mit Art. 35 Abs. 4 der MiFID I-DRL³⁹ und § 6 Abs. 1 Nr. 2 WpDVerOV a.F. übereinstimmt, handelt es

sich jedoch ebenfalls um eine bloß normative Klarstellung ohne inhaltliche Auswirkung.⁴⁰

3. Beurteilung der Geeignetheit

a) Kongruenzprüfung

Nach § 64 Abs. 3 S. 3 WpHG i.V.m. Art. 54 Abs. 2 S. 2 lit. a) bis c) DelVO ist ein Geschäft für den Kunden geeignet, wenn es dessen Anlagezielen entspricht und so beschaffen ist, dass der Kunde mit dem Geschäft einhergehende Anlagerisiken sowohl finanziell tragen als auch mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen verstehen kann.⁴¹ Mit anderen Worten ist die Kongruenz der Eigenschaften und Risiken des anvisierten Geschäfts mit der persönlichen und wirtschaftlichen Situation des Kunden zu prüfen. Schwierigkeiten bereitet dabei vor allem die (betragsmäßige) Bestimmung der Risikofähigkeit. Für einen restriktiven Bewertungsansatz spricht das Streben des § 64 Abs. 3 WpHG nach bestmöglichem Anlegerschutz.⁴² Demzufolge wäre das Risiko mit der Auswirkung eines Totalverlusts zu beziffern. Nur wenn der Kunde selbst den Totalverlust finanziell kompensieren kann, ist sichergestellt, dass er jedes andere Risiko erst recht tragen kann.⁴³ Die Bewertung ist allein objektiv vorzunehmen, so dass unerheblich ist, ob der Kunde das Risiko tragen möchte.⁴⁴

b) Äquivalenzprüfung

MiFID II erweitert mit Art. 54 Abs. 9 DelVO den Prüfungsumfang der Eignungsbeurteilung um die Pflicht zu einer Äquivalenzprüfung. In Anlehnung an das Prinzip „*know your product*“⁴⁵ hat ein Wertpapierdienstleister zu prüfen, ob *ihm* gleichermaßen geeignete Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen zur Verfügung stehen, die günstiger sind oder einen geringeren Komplexitätsgrad aufweisen.⁴⁶ Es handelt sich um eine *relative* Bewertung, so dass keine Finanzinstrumente einbezogen werden müssen, die von der eigenen Produktpalette nicht umfasst sind.⁴⁷

³⁵ § 64 Abs. 3 S. 3 WpHG ist insoweit nicht die passende Verweisnorm, da sie sich inhaltlich nicht auf die Exploration bezieht, wie § 64 Abs. 9 Nr. 2 Var. 2 und 3 WpHG zeigen.

³⁶ So auch Balzer, (Fn. 3), Rn. 40.

³⁷ ESMA Guidelines on certain aspects of MiFID suitability requirements (ESMA/2012/387), S. 30.

³⁸ Trafkowski, in: Teuber/Schröder, (Fn. 3), Rn. 242.

³⁹ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission v. 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG, ABl. 2006 L 241, 26.

⁴⁰ Trafkowski, (Fn. 38), Rn. 242.

⁴¹ Vgl. Poelzig, (Fn. 18), Rn. 799.

⁴² Schommer, (Fn. 7), S. 154.

⁴³ Schwintowski, Die Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung im Lichte des Geeignetheitstest (§ 31 Abs. 4 WpHG), in: Grundmann (Hrsg.), FS Hopt II, 2011, S. 2507 (2510); Schommer, (Fn. 7), S. 154 f.; Möllers, (Fn. 25), § 31 Rn. 353.

⁴⁴ Schommer, (Fn. 7), S. 151 f.; Buck-Heeb, ZBB 2014, 221 (227); Balzer, (Fn. 3), Rn. 40.

⁴⁵ Roth/Blessing, CCZ 2016, 258 (266).

⁴⁶ Roth/Blessing, CCZ 2016, 258 (262).

⁴⁷ Balzer, ZBB 2016, 226 (232); Trafkowski, (Fn. 38), Rn. 246.

4. Geeignetheitserklärung

Das Ergebnis der Eignungsbeurteilung ist *Privatkunden* gem. § 64 Abs. 4 S. 1 WpHG in Form einer Geeignetheitserklärung vor Abschluss eines etwaigen Vertrags mitzuteilen.⁴⁸ Die Geeignetheitserklärung löst damit das Beratungsprotokoll ab, das es gem. § 34 Abs. 2a WpHG a.F. zu erstellen galt. Fortan ist eine schriftliche Erklärung erforderlich, in der die Geeignetheit des Geschäfts für die Verhältnisse des Kunden darzulegen ist (vgl. § 64 Abs. 4 S. 2 WpHG).⁴⁹ Eine solche Geeignetheitserklärung hat nicht nur bei einer Handlungsempfehlung, sondern auch dann zu erfolgen, wenn sich die Empfehlung darauf richtet, das Finanzinstrument zu halten.⁵⁰

5. Privilegierung

Entsprechend der Abstufung der aufsichtsrechtlichen Pflichten gewährt Art. 54 Abs. 3 DelVO Erleichterungen für Kunden, die mit dem Finanzmarkt vertraut sind. So wird vermieden, dass Transaktionskosten für die Information bereits informierter Kunden entstehen.⁵¹ Gegenüber *gekorenen* professionellen Kunden darf der Anlageberater daher Kenntnisse und Erfahrungen im Umgang mit den in Rede stehenden Finanzinstrumenten voraussetzen. Dies folgt aus dem Wortlaut des Art. 54 Abs. 3 UAbs. 1 DelVO, der von einer selektiven Einstufung spricht. Eine solche kommt nur in Betracht, wenn es sich nicht um Kunden handelt, die ohnehin *ipso iure* als professionell gelten (vgl. § 67 Abs. 2 S. 3 WpHG). Die Geeignetheitsprüfung beschränkt sich in diesem Fall auf die finanziellen Verhältnisse sowie die Anlageziele des Kunden. Gegenüber *geborenen* professionellen Kunden darf außerdem die Risikofähigkeit des Anlegers angenommen werden (Art. 54 Abs. 3 UAbs. 2 DelVO), so dass die Geeignetheit eines Geschäfts nur in Bezug auf die Anlageziele vorliegen muss.

Unklar ist indes, wie sich eine Privilegierung gegenüber geeigneten Gegenparteien begründen lässt und wie weit diese reicht. Dass Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien zu privilegieren sind, ist nicht zu bezweifeln, da jede geeignete Gegenpartei zugleich auch ein professioneller Kunde ist (§ 67 Abs. 4 S. 1 WpHG). *Prima facie* lässt § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG die Pflicht zur Geeignetheitsprüfung (§ 64 Abs. 3 WpHG) gegenüber geeigneten Gegenparteien entfallen. Dessen unmittelbare Anwendung scheidet jedoch daran, dass der sachliche Anwendungsbereich nur Wertpapierdienstleistungen erfasst, die Gegenstand des

beratungsfreien Geschäfts sind; § 64 Abs. 3 WpHG findet indes nur in Fällen der Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung Anwendung.

In Betracht kommt daher lediglich eine analoge Anwendung des § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG. Voraussetzung hierfür ist das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke bei vergleichbarer Interessenlage.⁵² Schon an einer Regelungslücke könnte zu zweifeln sein, wenn das europäische Recht in Form der DelVO eine hierzulande unmittelbar anwendbare Regelung vorsähe (vgl. Art. 288 Abs. 2 AEUV). Art. 54 Abs. 3 UAbs. 2 DelVO spricht jedoch von (geborenen) professionellen Kunden, nicht von geeigneten Gegenparteien. Für geeignete Gegenparteien sieht das europäische Recht selbst keine Regelung, sondern eine Regelungsermächtigung der Mitgliedstaaten vor (vgl. Art. 71 Abs. 1 DelVO). Somit besteht eine Regelungslücke, die auch planwidrig ist, wie schon die Aufnahme des § 64 Abs. 3 WpHG in § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG zeigt. Letztlich gebietet auch die Interessenlage eine Analogie, da andernfalls ein Wertungswiderspruch entstände: Art. 54 Abs. 3 DelVO würde professionelle Kunden privilegieren, § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG jedoch nicht geeignete Gegenparteien. Im Ergebnis würden so systemwidrig höhere Anforderungen an weniger schutzwürdige Parteien gestellt. Zwar sind geeignete Gegenparteien immer auch professionelle Kunden, so dass jedenfalls Art. 54 Abs. 3 DelVO einschlägig wäre. Inhaltlich würde es jedoch an einer Abstufung fehlen und geeignete Gegenparteien ihrer Legitimation beraubt. Um dies zu verhindern, kann eine Geeignetheitsprüfung gegenüber geeigneten Gegenparteien analog § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG unterbleiben.⁵³

III. Angemessenheitstest

Wenn statt der Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung ein beratungsfreies Geschäft erbracht wird, verlangt § 63 Abs. 10 WpHG lediglich die Prüfung der Angemessenheit des Geschäfts für den Kunden. Diese Regelung beruht auf Art. 25 Abs. 3 MiFID II und ersetzt auf nationaler Ebene § 31 Abs. 5 WpHG a.F. Zwar ist der Angemessenheitstest konzeptionell der Geeignetheitsprüfung entlehnt,⁵⁴ sein Ziel ist jedoch Aufklärung, nicht Beratung.⁵⁵

1. Exploration

Im Gegensatz zur Geeignetheitsprüfung erschöpft sich der Umfang der Explorationspflicht im Rahmen des An-

⁴⁸ Vgl. Erwägungsgrund 82 MiFID II; *Poelzig*, (Fn. 18), Rn. 807.

⁴⁹ Erwägungsgrund 82 MiFID II, übernommen in die Gesetzesbegründung, vgl. BT-Drucks. 18/10936, 235; vgl. auch *Krimphove*, in: *Krimphove/Kruse*, *MaComp*, 2. Aufl. 2019, BT 6 Rn. 18; zu den inhaltlichen Anforderungen instruktiv *Rothenhöfer*, (Fn. 19), Rn. 13.113 ff.

⁵⁰ Erwägungsgrund 87 Delegierte VO 2017/565; *Poelzig*, (Fn. 18), Rn. 807.

⁵¹ *Möllers*, *Anlegerschutz im System des Kapitalmarktrechts*, in: *Grundmann* (Hrsg.), *FS Hopt II*, 2011, S. 2247 (2248 f.).

⁵² Statt vieler *Würdinger*, *AcP* 206 (2006), 946 (949).

⁵³ Im Ergebnis *Kurz*, *DB* 2014, 1182 (1185) und *Balzer*, *ZBB* 2016, 226 (228); vergleichbar für eine Analogie des § 31 Abs. 9 WpHG a.F. *Möllers*, (Fn. 25), § 31b Rn. 12.

⁵⁴ *Kasten*, (Fn. 13), S. 253, der auf die gemeinsame Grundnorm (nun: Art. 25 MiFID II) verweist; *Teuber*, *BKR* 2006, 429 (433).

⁵⁵ *Möllers/Poppele*, *ZGR* 2013, 437 (451).

gemessenheitstests in einzuholenden Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden (§ 63 Abs. 10 S. 1 WpHG). Inhaltlich stimmen § 63 Abs. 10 S. 1 WpHG und § 64 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 WpHG insoweit überein, so dass auf die Ausführungen unter C. II. 2. lit. a) verwiesen werden kann.

2. Beurteilung der Angemessenheit

Angesichts des geringeren Explorationsumfangs ist ein Finanzinstrument oder eine Wertpapierdienstleistung für den Anleger bereits dann angemessen, wenn dieser entsprechende Kenntnisse und Erfahrungen hat, um die damit verbundenen Risiken verstehen zu können. Ob seitens des Kunden auch tatsächlich eine Risikobewertung erfolgt, ist unerheblich.⁵⁶ Im Gegensatz zum Geeignetheitstest geht es nicht um die Angemessenheit eines bestimmten Geschäfts, sondern lediglich um die Angemessenheit einer bestimmten Art von Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumenten.⁵⁷ Der Prüfungsmaßstab wird demnach abstrahiert. Auf Rechtsfolgenseite hindert die Unangemessenheit nicht die Durchführung des Geschäfts.⁵⁸

3. Warnhinweis

Ergibt die Angemessenheitsprüfung die Unangemessenheit einer Gattung von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen, so ist gem. § 63 Abs. 10 S. 3 WpHG darauf hinzuweisen. Ein solcher Hinweis ist gem. § 63 Abs. 10 S. 4 WpHG ebenfalls zu erteilen, wenn eine Angemessenheitsprüfung mangels ausreichender Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden gar nicht erst möglich ist. Angesichts des Wortlauts von Art. 25 Abs. 3 UAbs. 2 MiFID II („warnen“) ist dieser „Hinweis“ im Sinne einer richtlinienkonformen Auslegung als Warnung zu verstehen.⁵⁹

4. Privilegierung

Als Pendant zur bisherigen Regelung des § 31b Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. gewährt § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG Erleichterungen für Wertpapierdienstleister, indem gegenüber geeigneten Gegenparteien keine Angemessenheitsprüfung durchzuführen ist. Hinsichtlich professioneller Kunden scheint indes aus § 68 Abs. 1 S. 2 WpHG zu folgen, dass ihnen gegenüber ein Angemessenheitstest vorzunehmen ist. Problematisch ist jedoch, dass § 68 Abs. 1 S. 2 WpHG

insoweit mit Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO kollidieren würde. Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO schafft gegensätzlich gerade Erleichterungen für eine Angemessenheitsprüfung gegenüber professionellen Kunden.⁶⁰ Wie aus dem Wortlaut der Norm folgt, erfasst die europäische Privilegierung dabei sowohl *geborene* als auch *gekorene* professionelle Kunden. Eine Kollision zwischen Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO und § 68 Abs. 1 S. 2 WpHG wäre mit einem Anwendungsvorrang der europäischen Norm aufzulösen.⁶¹ Ungeachtet § 68 Abs. 1 S. 2 WpHG dürfen gegenüber professionellen Kunden nach Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen vorausgesetzt werden. Das ist letztlich nur systemgerecht, denn gemessen an dem Schutzbedürfnis des Anlegers muss eine Privilegierung professioneller Kunden im Rahmen des strengeren Geeignetheitstests erst recht für den milderen Angemessenheitstest gelten.⁶²

Im Ergebnis kann eine Angemessenheitsprüfung damit sowohl gegenüber geeigneten Gegenparteien (§ 68 Abs. 1 S. 1 WpHG) als auch gegenüber (geborenen *und* gekorenen) professionellen Kunden (Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO) unterbleiben.⁶³

D. Fazit: Konkurrenz von Regulierung und Effizienz

„Inspiriert“ von MiFID II kleidet der deutsche Gesetzgeber die Anforderungen an die Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfung in ein neues aufsichtsrechtliches Gewand. Die nationale Umsetzung der europäischen Vorgaben offenbart jedoch Schwächen. Insbesondere die Privilegierung der aufsichtsrechtlichen Pflichten gegenüber geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden entbehrt letzter Konsequenz und steht im Widerspruch zu den Bestimmungen der Delegierten VO. Mit letzterer sorgt MiFID II erstmals auch für eine Harmonisierung der inhaltlichen Anforderungen an den Angemessenheits- und Geeignetheitstest und entzieht den Mitgliedstaaten bisher zugestandene Regelungskompetenzen.

Aus (makro-)ökonomischer Sicht birgt die zunehmende Regulierung unter MiFID II das Risiko einer Fehlallokation. Bereits auf MiFID I folgte eine „Flucht“ der Wertpapierdienstleistungsunternehmen in das beratungsfreie Geschäft, um den strengen Anforderungen des Geeignetheitstests zu entgehen.⁶⁴ Verdichtet sich die Regulierung unter MiFID II nun weiter, so beeinträchtigt das die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts. Ein Kapitalmarkt ist

⁵⁶ Möllers, (Fn. 25), § 31 Rn. 380.

⁵⁷ Einsele, JZ 2008, 477 (479); Fuchs, (Fn. 29), § 31 Rn. 313.

⁵⁸ Möllers, (Fn. 25), § 31 Rn. 385; Schommer, (Fn. 7), S. 71; siehe auch Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.146, der dies aus Art. 56 Abs. 2 lit. c) DelVO folgert.

⁵⁹ Für § 31 Abs. 5 WpHG a.F. Möllers, (Fn. 25), § 31 Rn. 382; für § 63 Abs. 10 WpHG n.F. Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.148.

⁶⁰ AA wohl Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.150, der Art. 54 Abs. 3 DelVO auch auf den Angemessenheitstest anwendet.

⁶¹ Siehe nur Stürner, JURA 2018, 35 (35).

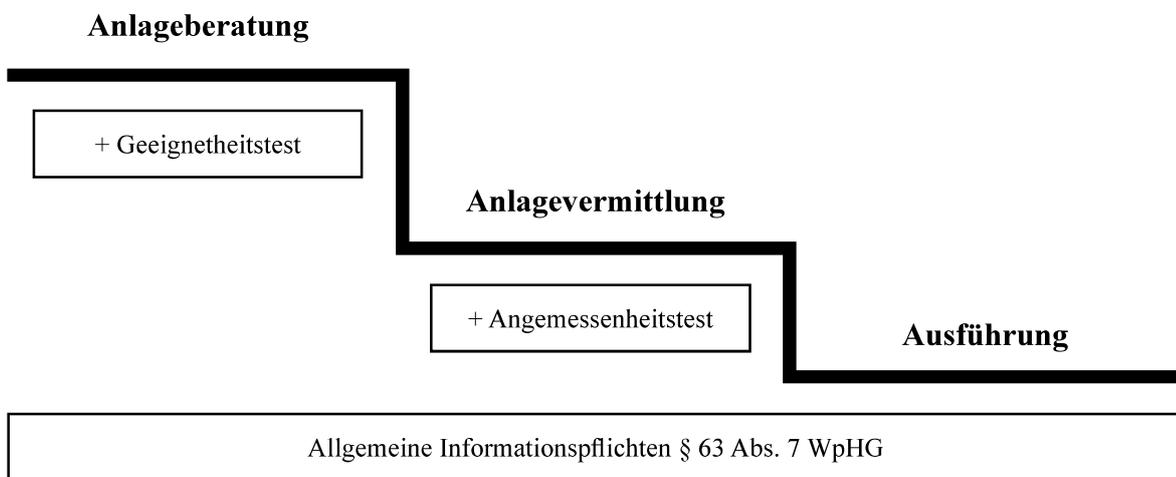
⁶² Vgl. Möllers, (Fn. 25), § 31 Rn. 373; im Ergebnis Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.150.

⁶³ Ebenso Duve/Keller, BB 2006, 2477 (2479); Schommer, (Fn. 7), S. 71 a.E.; mit gleichem Ergebnis Rothenhöfer, (Fn. 19), Rn. 13.150, der jedoch auf Art. 54 Abs. 3 DelVO abstellt.

⁶⁴ Buck-Heeb, JZ 2017, 279 (279).

allokativ effizient, wenn das Kapital dorthin gelangt, wo es am dringendsten benötigt wird bzw. – übertragen auf den Finanzmarkt – wo es die höchste Rendite einbringt.⁶⁵ Fokussieren sich Wertpapierdienstleister nun auf das beratungsfreie Geschäft, um hohe Transaktionskosten zu vermeiden, erfolgt gegenüber Privatkunden bestenfalls eine Angemessenheitsprüfung. Diese berücksichtigt jedoch weder die Anlageziele noch die wirtschaftliche Situation des Anlegers. Dessen Kapital fließt somit nicht dorthin, wo es die höchste Rendite verspricht, sondern wählt den Weg des geringsten rechtlichen Widerstands.

Übersicht 1: Stufenbau der Verhaltenspflichten



Übersicht 2: Zusammenfassende Übersicht

Kunde	Geeignetheitstest	Angemessenheitstest
Privatkunde	✓	✓
Professioneller Kunde	Geborene: Anlageziele (Art. 54 Abs. 3 UAbs. 2 DelVO)	✗ (Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO)
	Gekorene: Anlageziele + Risikofähigkeit (Art. 54 Abs. 3 UAbs. 1 DelVO)	
Geeignete Gegenpartei	✗ (analog § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG)	✗ (§ 68 Abs. 1 S. 1 WpHG)

⁶⁵ Assmann, (Fn. 11), S. 25; Koller, (Fn. 34), § 63 Rn. 2.