



universität
wien

DISSERTATION

Titel der Dissertation

„Wohlverhaltensregeln bei der Erbringung von
Wertpapierdienstleistungen nach dem
Wertpapieraufsichtsgesetz 2007“

Verfasser

Mag. iur. Walter Harecker

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr.iur.)

Wien, 2011

Studienkennzahl lt.
Studienblatt:

A 083 101

Dissertationsgebiet lt.
Studienblatt:

Rechtswissenschaften

Betreuerin / Betreuer:

Univ. Prof. Dr. Bernhard Raschauer

Inhaltsverzeichnis

Wohlverhaltensregeln bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007

1. Kapitalmarkt und Kapitalmarktaufsichtsrecht	7
1.1 Allgemeines.....	7
1.2 Verhältnis öffentliches Recht – Zivilrecht.....	8
1.3 Die Notwendigkeit von Wohlverhaltensregeln	11
2. Der Weg zum WAG 2007.....	13
2.1 Allgemeines zum WAG.....	13
2.2 Entstehung des Wertpapieraufsichtsgesetzes 1996.....	15
2.3 Neue Entwicklungen im EU-Wertpapierrecht	17
2.4 MiFID und Wertpapieraufsichtsgesetz 2007	20
3. Begriffserklärung	24
3.1 Grundlagen, Ziele, Systematik	24
3.2 Pflichten vor Einführung des WAG	33
3.2.1 Rechtsprechung.....	34
3.2.2 Verhaltensregeln zur Anlageberatung.....	44
4. Persönlicher und sachlicher Anwendungsbereich.....	46
4.1. Rechtsträger	48
4.1.1 Kreditinstitute	48
4.1.2 Wertpapierfirmen	49
4.1.3 Wertpapierdienstleistungsunternehmen.....	50
4.1.4 Versicherungsunternehmen.....	50
4.1.5 Zweigstellen von Anbietern aus Mitgliedstaaten	50
4.1.6 Vertraglich gebundene Vermittler und Finanzdienstleistungs-	
assistenten.....	52
4.2 Ausnahmen	55
4.3 Dienstleistungen	57
4.3.1 Wertpapierdienstleistungen	57

4.3.2 Wertpapiernebendienstleistungen	59
4.4 Finanzinstrumente	61
5. Regelungsinhalt.....	64
5.1 Regelungsschwerpunkte	64
5.2 Auslegung.....	68
5.2.1 „Leitfaden“, „IIKV“ und Europäische Kommission.....	69
5.2.2 Die Rolle des Committee of European Securities Regulators	72
5.2.3 Auslegung im Sinne der Judikatur.....	75
6. Handeln im Interesse des Kunden	77
6.1 Pflicht des Anbieters zur interessengerechten Erbringung der Dienstleistung	77
6.2 Interessenkonflikte.....	80
6.2.1 Potentielle Interessenkonflikte.....	81
6.2.2 Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten.....	89
6.2.3 Erstellen von Finanzanalysen	96
6.3 Gewährung und Annahme von Vorteilen	100
6.3.1 Allgemeines Verbot	100
6.3.2 Ausnahmen	103
6.3.2.1 Gewährung dem Kunden oder vom Kunden.....	104
6.3.2.2 Gewährung einem Dritten oder von einem Dritten.....	106
6.3.2.3 Ermöglichung der Dienstleistung	114
7. Informationspflichten	116
7.1 Kundenklassifizierung.....	116
7.1.1 Bisherige Rechtslage	116
7.1.2 MiFID und WAG 2007	119
7.1.2.1 Professionelle Kunden.....	121
7.1.2.2 Geeignete Gegenparteien	125
7.2 Pflicht zur Übermittlung angemessener Informationen	126
7.2.1 Situation vor MiFID.....	126
7.2.2 Gegenstand der Information.....	130
7.2.2.1 Zu übermittelnde Mindestinformationen.....	132
7.2.2.2 Pflicht zur Bonitätsprüfung.....	141
7.2.3 Qualität der Information.....	146
7.2.4 Zeitpunkt und Form der Übermittlung.....	161

7.3 Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen.....	165
7.3.1 Nachforschungspflichten zur Person des Kunden	165
7.3.2 Eignungstest	174
7.3.2.1 Kenntnisse und Erfahrungen	177
7.3.2.2 Finanzielle Verhältnisse	182
7.3.2.3 Anlageziele.....	185
7.3.3 Angemessenheitstest.....	189
7.4 Das reine Ausführungsgeschäft (Execution Only neu)	191
7.4.1 „Discount broking“ vor MiFID	191
7.4.2 Rechtslage nach WAG 2007.....	197
7.5 Dokumentationspflichten	199
7.6 Berichtspflichten	204
7.6.1 Pflichten außerhalb der Portfolioverwaltung	205
7.6.2 Pflichten bei der Portfolioverwaltung.....	206
7.6.3 Pflichten beim Halten von Kundengeldern	209
8. Best Execution	210
8.1 Durchführungspolitik.....	210
8.1.1 Sondervorschriften für Privatkunden.....	216
8.2 Bearbeitung von Kundenaufträgen.....	217
9. Zusammenfassung und Fazit.....	220
10. Literaturverzeichnis.....	223
11. Anhang	233
11.1 Abstract	233
11.2 Lebenslauf.....	235

1. Kapitalmarkt und Kapitalmarktaufsichtsrecht

1.1 Allgemeines

Der Begriff Kapitalmarkt ist ein unpräziser und erklärungsbedürftiger. In einer Annäherung beschreiben ihn *Kalss/Oppitz/Zollner* als „ein Gefüge institutioneller Arrangements“, das „in einer arbeitsteilig organisierten Wirtschaftsordnung Anleger und Investoren mit geldaufnehmenden Unternehmen mit Unterstützung zahlreicher Dienstleister zusammenführt“¹. Nach wirtschaftswissenschaftlicher Definition ist der Kapitalmarkt ein Markt für langfristige, durch fungible Wertpapiere verbriefte Mittel².

*Rehbein*³ sieht angesichts sich ändernden Kunden- und Anlegerverhaltens eine Weiterentwicklung des privaten Bankvertragsrechts zu einem umfassenden Kapitalmarktrecht. Für die Erfassung des Kapitalmarktrechts gibt es verschiedene Zugänge. Zum ersten als Methode, dh Überlagerung und Auslegung anderer anliegender Rechtsbereiche, die die Beziehungen zwischen den Marktteilnehmern betreffen, zweitens als materielles Kapitalmarktrecht, das auf die Ordnung des Marktes und den Schutz der einzelnen Teilnehmer zielt sowie drittens als institutionelle Aufsicht. Das Kapitalmarktrecht ist Querschnittsrecht, das aufsichts- und verwaltungsrechtliche sowie straf- und zivilrechtliche Bereiche erfasst⁴. Den öffentlich rechtlichen Kernbereich des Kapitalmarktrechts stellt das Bank-, Versicherungs- und Wertpapieraufsichtsrecht dar. Unter Einbeziehung des Versicherungsbereichs sollte man richtigerweise von Finanzmarktrecht und nicht von Kapitalmarktrecht sprechen⁵.

¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 41 f.

² *Tojner/Krendl*, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarkts, ÖBA 2001, 707 (708).

³ *Rehbein*, Banken und Bankgeschäfte im Spiegel des Rechts, ÖBA 2001, 189 (199).

⁴ *Kalss*, in *Holoubek/Potacs*, Handbuch des öffentlichen Wirtschaftsrechts Band II² (2007), 10.

⁵ *Gancz*, Zur Architektur des Kapitalmarktrechts, ÖBA 2004, 576 (576).

Im Lebensbereich „Kapitalmarkt“ geht es zum einen darum, wie die Marktteilnehmer ihre Rechtsbeziehungen untereinander regeln, dabei handelt es sich um Privatrecht. Zum anderen werden im Interesse der Ordnung und Sicherheit des Kapitalmarkts sowie des Schutzes seiner Teilnehmer verbindliche Regeln aufgestellt und deren Einhaltung laufend überwacht. Da das Kapitalmarktrecht sowohl aufsichtsrechtliche als auch zivilrechtliche Implikationen aufweist, ist es zugleich an der Schnittstelle von Privatrecht und öffentlichem Recht angesiedelt⁶. Die Wohlverhaltensregeln gelten als typisches Beispiel für die Doppelnatur der Regelungen, die einerseits öffentlich-rechtlichen (regulativen), andererseits privatrechtlichen Charakter haben⁷.

Das Kapitalmarktrecht stellt ein vergleichsweise junges Rechtsgebiet dar, das immer mehr auf Transparenz ausgerichtet ist. Erklärtes Ziel der EU ist es, einen einheitlichen europäischen Kapitalmarkt zu schaffen. Eines der wesentlichen damit verbundenen Regelungsziele ist die Aufstellung von Verhaltensgeboten, zu denen die Wohlverhaltensregeln zu zählen sind⁸.

1.2 Verhältnis öffentliches Recht – Zivilrecht

Das bürgerliche Recht regelt die Beziehungen der Einwohner des Staates unter sich. Allerdings trifft der Staat auch Sonderregelungen, die rechtstechnisch und rechtssystematisch den Rahmen des bürgerlichen Rechts überschreiten. Die Vollziehung und Überwachung dieser vor allem Erwerbsantrittsregelungen oder Erwerbsausübungsregelungen betreffenden Eingriffe in den „Markt“ werden den Verwaltungsbehörden übertragen. Es handelt sich somit um öffentlich-rechtliche Normen und man spricht von „öffentlichem Wirtschaftsrecht“⁹. Ein Teil dieses öffentlichen Wirtschaftsrechts ist das öffentliche Wirtschaftsverwaltungsrecht, das

⁶ Brandl/Klausberger, „Ausstrahlungstheorie“ – Zum Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht nach MiFID und WAG, ZFR 2009, 131 (131).

⁷ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005), 81.

⁸ Marenzi/Sindelar, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 2.

⁹ Raschauer in Raschauer, Grundriß des österreichischen Wirtschaftsrechts (1998), 2.

sich wiederum in Wirtschaftspolizeirecht, Wirtschaftslenkungsrecht und Wirtschaftsaufsichtsrecht unterteilen lässt. Dieses Wirtschaftsaufsichtsrecht enthält Regelungen, die „zur Sicherung der dauerhaften Erfüllung bestimmter, im öffentlichen (volkswirtschaftlichen) Interesse gelegener Funktionen erforderlich sind, ohne aber - im Normalfall - in die laufende unternehmerische Geschäftsführung einzugreifen (Funktionsschutztheorie)“¹⁰.

Ein Teil des Wirtschaftsaufsichtsrechts betrifft die Aufsicht über Finanzunternehmen. In diesem Bereich waren aufgrund gemeinschaftsrechtlicher Vorgaben umfangreiche Harmonisierungsmaßnahmen erforderlich¹¹. Innerstaatlich ist die Kapitalmarktaufsicht in Österreich hauptsächlich im Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) und im Kapitalmarktgesetz (KMG) geregelt. Aufsichtsziele sind die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, der Schutz von Anlegerinteressen sowie die Sicherung des internationalen Ansehens des Finanzplatzes Wien¹².

Obwohl es sich bei den Wohlverhaltensregeln der §§ 11 – 18 WAG 1996 um öffentliches Wirtschaftsrecht handelte und Verstöße gegen diese Bestimmungen verwaltungsstrafrechtlich sanktioniert wurden, normierten sie auch die vertraglichen Pflichten der Anlageberater gegenüber den Anlegern. Das Zivilrecht bedient sich in diesem Zusammenhang der Judikatur sowie der Spruchpraxis der FMA, der UVS und des VwGH zum WAG, da sonstige positivierte Vorschriften, die die konkreten Pflichten eines Anlageberaters determinieren, nicht vorhanden sind. Überhaupt ist festzustellen, dass im Finanzdienstleistungsbereich eine enge Verschränkung des Zivilrechts mit aufsichts- und verwaltungsstrafrechtlich sanktionierten Pflichten besteht¹³.

¹⁰ *Raschauer* in *Raschauer*, Grundriß des österreichischen Wirtschaftsrechts (1998), 6.

¹¹ Vgl. dazu die Ausführungen unter 2.2, Seite 15 ff.

¹² *Schäffer* in *Raschauer*, Grundriß des österreichischen Wirtschaftsrechts (1998), 209.

¹³ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 25 f.

Die Wohlverhaltensregeln bestimmen, welches Verhalten ein Anbieter bei der Erbringung seiner Dienstleistung gegenüber seinen Kunden an den Tag legen muss. Dass die Wohlverhaltensregeln dabei zivilrechtliche Implikationen haben, ist weithin anerkannt¹⁴. Dabei wird illustrativ vom „janusköpfigen Charakter“¹⁵ der Wohlverhaltensregeln gesprochen. *Brandl/Klausberger*¹⁶ sprechen sich anders als etwa *Gruber*¹⁷ gegen einen unmittelbaren zivilrechtlichen Charakter der Wohlverhaltensregeln aus und geben der Lehre von der Ausstrahlung aufsichtsrechtlicher Normen ins Zivilrecht den Vorzug. Die nachvollziehbare Begründung ihrer Ansicht liegt darin, dass das WAG systematisch zum Aufsichtsrecht und somit zum öffentlichen Wirtschaftsrecht gehört und vorwiegend das Verhältnis zwischen Rechtsträger und Aufsichtsbehörde und nicht das Verhältnis zu den einzelnen Anlegern regelt. Obwohl hier schon angemerkt werden muss, dass gerade die Wohlverhaltensregeln Pflichten des Rechtsträgers gegenüber seinen Kunden regeln. Weiters ist als Vollzugsorgan die FMA als Aufsichtsbehörde und nicht die Zivilgerichte vorgesehen. Die Wohlverhaltensregeln sind der Ausstrahlungstheorie folgend für die Beurteilung zivilrechtlicher Sachverhalte beachtlich, ohne dass eine Bindung der Gerichte an die Praxis der Aufsichtsbehörde oder umgekehrt besteht¹⁸.

¹⁴ *Brandl/Klausberger*, „Ausstrahlungstheorie“ – Zum Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht nach MiFID und WAG, ZFR 2009, 131 (131).

¹⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 157.

¹⁶ *Brandl/Klausberger*, „Ausstrahlungstheorie“ – Zum Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht nach MiFID und WAG, ZFR 2009, 131 (131 f).

¹⁷ *Gruber*, Rechtsfolgen der Verletzung von Wohlverhaltenspflichten im WAG, ecolex 2008, 7 (9).

¹⁸ Zur zivilrechtlichen Bedeutung der Wohlverhaltensregeln und den unterschiedlichen Ansätzen vgl *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 490 ff.

1.3 Die Notwendigkeit von Wohlverhaltensregeln

Seit einigen Jahren ist eine Abkehr privater Anleger von Spareinlagen hin zu lukrativeren aber risikoträchtigeren Wertpapieranlagen festzustellen¹⁹. Diese Tatsache und die in ihren Produkten und Verdienstmöglichkeiten immer innovativer werdenden Anbieter sowie Fälle spektakulärer Verluste machen Spielregeln für das Veranlagungsgeschäft unumgänglich. Bezeichnend auch das Ergebnis einer globalen Bankenstudie des Beratungsunternehmens Booz Allen Hamilton²⁰, aus der hervorgeht, dass es nur für zwei Prozent der Bankkunden wichtig ist, das Produkt, das sie kaufen, auch zu verstehen. Einer Übervorteilung der Anleger durch die Anbieter wäre ohne verbindliche „Spielregeln“ Tür und Tor geöffnet. Eben dieser Anlegerschutz ist eines der Ziele der europarechtlichen Regelungen im Bereich des Kapitalmarktrechts²¹.

Vor allem bei der Vermögensveranlagung unterschätzen die Anbieter die Bedeutung der Wohlverhaltensregeln²². Aus Verletzung dieser Vorschriften resultierende Haftungen stellen allerdings eine große Bedrohung für die Reputation der Rechtsträger dar. Dieses Unterschätzen hat wohl auch einen Grund in der vorhin genannten Aussage, dass die Kunden nicht sehr wissbegierig sind. Dies wird sich aber in Zukunft ändern und ändert sich auch bereits. Zum einen ist die Informationsbeschaffung aufgrund der neuen Medien immer leichter und zum anderen haben viele Anleger in der Finanzkrise teils erhebliche Verluste bei ihren Veranlagungen zu erleiden gehabt, die sie nunmehr auf dem Klagswege ausgeglichen haben wollen. Die Wohlverhaltensregeln werden daher immer größere Bedeutung erlangen und von vielen Experten wird

¹⁹ Rehbein, Banken und Bankgeschäfte im Spiegel des Rechts, ÖBA 2001, 189 (197).

²⁰ Vgl dazu bankundbörse 25/2007, 4 (4 f).

²¹ Vgl dazu die Ausführungen unter 2.2, Seite 15 ff.

²² Ergebnis einer PWC Studie, vgl dazu „Die Presse“ vom 15.07.2005.

durch die Neuregelung der Materie im Zuge der MiFID ein Anstieg diesbezüglicher Prozesse erwartet²³.

²³ „Die Presse“ vom 29.04.2008.

2. Der Weg zum WAG 2007

2.1 Allgemeines zum WAG

Mit Einführung des Wertpapieraufsichtsgesetzes von 1996²⁴ wurden aufgrund europarechtlicher Vorgaben, in diesem Bereich vor allem durch die „Wertpapierdienstleistungsrichtlinie“ oder ISD (Investment Services Directive)²⁵, Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wertpapieren und bestimmten anderen Finanzinstrumenten erstmals in Österreich einer einheitlichen Regelung unterworfen.

Die sehr detaillierte Richtlinie hatte die Sicherung der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs im Bereich der Wertpapierfirmen als Instrument zur Verwirklichung des Binnenmarktes zum Ziel. Sie enthielt neben Begriffsdefinitionen Bestimmungen zur Konzessionierung von Wertpapierfirmen sowie Organisationsvorschriften und - die für diese Arbeit zentralen - Wohlverhaltensregeln²⁶. Daneben regelte die ISD die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen inklusive der Kompetenzen der Aufsichtsbehörden, das Meldewesen, das Verhältnis zu Anbietern aus Drittländern und den Zugang zu geregelten Märkten²⁷.

In Österreich wurde in Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie²⁸ das Finanzdienstleistungsgeschäft als neues Bankgeschäft vertyp, das allerdings

²⁴ BGBl 1996/753.

²⁵ Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen.

²⁶ Art 10-13 ISD.

²⁷ Einen detaillierten Überblick bietet *Goldmann*, Die ISD und ihre Umsetzung in Österreich, ÖBA 1998, 421 u 542 u 613.

²⁸ Durch das „alte“ WAG 1996, BGBl 1996/753.

auch von bestimmten Nichtkreditinstituten, nämlich Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WPDLU), ausgeübt werden konnte.

Das WAG 1996 enthielt neben Konzessionsbestimmungen für eben diese WPDLU auch Meldepflichten sowie Organisations-, Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten für die Erbringung von Finanzdienstleistungen. Weiters wurde zur Beaufsichtigung des Wertpapiermarktes und des Finanzdienstleistungsgeschäfts die Bundeswertpapieraufsichtsbehörde (BWA) geschaffen, die mittlerweile in der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)²⁹ aufgegangen ist. Ebenso enthielt das Wertpapieraufsichtsgesetz zum Schutz der Anleger Wohlverhaltensregeln, Schadenersatzregelungen und Konsumentenschutzbestimmungen, die – mit bestimmten Ausnahmen – alle Erbringer von Finanzdienstleistungen einzuhalten hatten. Das Gesetz sollte Ordnungsmäßigkeit und Fairness des Handels mit den zugelassenen Instrumenten sichern und die Interessen der Anleger wahren³⁰.

Wie das zum Vorbild genommene deutsche Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) leitete aufgrund seiner umfassenden Regelungen auch das WAG 1996 in Österreich eine neue Ära des Kapitalmarktrechts ein³¹.

In der Zwischenzeit wurde die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)³² verabschiedet. Durch diese neue Richtlinie, im Zuge des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen³³ entstanden, sollen ein einheitliches Schutzniveau für Anleger und einheitliche Ausübungsbedingungen für Dienstleister hergestellt und

²⁹ Statuiert durch das FMABG, BGBl I 2001/97 idF BGBl I 2002/45.

³⁰ Schrank, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 34.

³¹ Die Autoren in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 7.

³² Richtlinie 2004/3/EG vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

³³ Vgl dazu die Ausführungen unter 2.3, Seite 17.

dadurch die Effizienz und Integrität des europäischen Finanzmarktes auf Dauer gewährleistet werden³⁴.

Wesentliche Neuerungen sind eine Kundenkategorisierung, ein Pflichtenkatalog zur Informationserteilung, Regeln betreffend organisatorische Anforderungen und Kundenkommunikation, die Schaffung von rechtlichen Rahmenbedingungen für die Auftragsausführungssysteme sowie Bestimmungen zur „best execution“³⁵.

Durch den Umfang und den Detaillierungsgrad der neuen Regelungen erfolgte die Umsetzung in Österreich in Form des „neuen“ Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG 2007).

2.2 Entstehung des Wertpapieraufsichtsgesetzes 1996

Mit der Erlassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, deren Ziel die Verwirklichung der Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit für Wertpapierdienstleistungsunternehmen war, wurden Grundsätze aus dem amerikanischen und aus dem angelsächsischen³⁶ Rechtsraum, die bereits zuvor von der Judikatur³⁷ aufgegriffen wurden, europarechtlich positiviert. Dass der Anlegerschutzgedanke auch ein wichtiges Anliegen der Richtlinie war, lässt sich daran erkennen, dass er allein in der Präambel sechsmal genannt wurde³⁸.

³⁴ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 1.

³⁵ Zu den Neuerungen vgl. *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98; *Forstinger/Pradler*, Der aktuelle Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (ISD2), ÖBA 2004, 329 ff sowie *Oppitz*, AEDBF-Symposium im November 2003, ÖBA 2004, 402 f; *Oppitz*, Neue Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ÖBA 2002, 291 (296 f); *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008).

³⁶ Va die „Know your Customer“-Rule.

³⁷ Vgl. dazu etwa die „Bond“-Entscheidung und das „KB-Lux“-Urteil unter 3.2.1, Seite 34 ff.

³⁸ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (256 f).

Ein weiteres Vorbild für die Wohlverhaltensregeln der ISD waren die „International Conduct of Business Principles“ der International Organization of Securities Regulators (IOSCO)³⁹, die Richtlinien des britischen Securities and Investment Boards (SIB) sowie der Verhaltenskodex der französischen Commission des Opérations de Bourse⁴⁰.

Zug um Zug haben die Mitgliedstaaten, sofern nicht schon entsprechende Regelungen existierten, die Wohlverhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch fast wortgleiche Formulierungen fristgerecht umgesetzt. In Deutschland finden sich die betreffenden Vorschriften im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Der deutsche Gesetzgeber hat allgemeine Verhaltensregeln, die ein bestimmtes Verhalten der Wertpapierdienstleister gebieten und besondere Verhaltensregeln, die bestimmte Praktiken verbieten, aufgestellt. Auch in der Schweiz gab es bereits 1995 Verhaltensregeln für Effektenhändler⁴¹.

Wie *Kalss* richtigerweise ausführt, waren zu diesem Zeitpunkt trotz der vorliegenden Empfehlung der Wirtschaftskammer⁴² und der bereits vorhandenen Judikatur, die Wohlverhaltensregeln in Österreich „in gesetzliche Form zu gießen“⁴³.

Sowohl *Knobl*⁴⁴ als auch *Kalss*⁴⁵ führen unterschiedliche Möglichkeiten einer Umsetzung in bestehenden Gesetzen an, letztendlich wurde aber im Dezember

³⁹ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (742).

⁴⁰ Ausführlicher bei *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (837).

⁴¹ *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (839).

⁴² Vgl dazu Punkt 3.2.2, Seite 44 f.

⁴³ *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (841).

⁴⁴ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (754).

⁴⁵ *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (841ff).

1995 ein erster Entwurf über ein neues eigenständiges Rahmengesetz⁴⁶ zur Umsetzung der Wertpapierdienstleistungs- und der Kapitaladäquanzrichtlinie vom Finanzministerium zur Begutachtung vorgelegt⁴⁷. Nach einer Reihe von Anregungen wurden die nächsten Entwürfe⁴⁸ bereits unter dem neuen Titel „Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz)“ vorgestellt. Bezüglich der inhaltlichen Änderungen der einzelnen Entwürfe sei an dieser Stelle auf die Ausführungen *Knobls*⁴⁹ verwiesen.

Im November 1996 wurde das Gesetz schlussendlich vom Plenum des Nationalrates beschlossen und trat teilweise am 1. 7. 1997, einzelne Bestimmungen am 1. 1. 1998 in Kraft.

Wie bereits oben dargelegt ist aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente nun ein neues Wertpapieraufsichtsgesetz verabschiedet worden, das mit 1. November 2007 in Kraft trat.

2.3 Neue Entwicklungen im EU-Wertpapierrecht

Im Jahr 1999 hat die Europäische Kommission angesichts der dynamischen Entwicklungen an den Kapitalmärkten und des rasanten Fortschritts der Informationstechnologie einen „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ beschlossen, um bis 2005 einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu verwirklichen. Zur Umsetzung der notwendigen Maßnahmen wurde vom Rat dem sogenannten „Ausschuss der Weisen“ unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy das Mandat erteilt, einen Bericht über die Regulierung der

⁴⁶ „Bundesgesetz über die Schaffung eines Wertpapieraufsichtsinstitutes (Wertpapieraufsichtsinstitutsgesetz)“.

⁴⁷ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (3).

⁴⁸ Vom Juli bzw August 1996.

⁴⁹ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (4 f).

europäischen Wertpapiermärkte vorzulegen. Der Schlussbericht⁵⁰ dieses Ausschusses hält eine Menge von Mängeln fest und gibt entsprechende Empfehlungen für Verbesserungsmaßnahmen ab⁵¹.

Wie *Foelsch* ausführt, wurde in der Zwischenzeit „der 42 Maßnahmen umfassende Aktionsplan nahezu vollständig in Europäisches Recht umgesetzt“⁵². Er meint weiter, dass nun für die kommenden Jahre eine Ruhepause angesagt ist und das Augenmerk auf der verstärkten Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ruhen sollte⁵³.

Aufgrund der Empfehlungen des Lamfalussy-Berichtes soll die EU-Rechtsetzung im Bereich der Finanzdienstleistungen auf einem besonderen Vier-Stufen-Modell beruhen⁵⁴. In diesen Prozess werden zwei durch Beschluss der EK neu geschaffene Einrichtungen, der Wertpapierausschuss (ESC)⁵⁵ und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR)⁵⁶, miteingebunden. Weitere entsprechende allgemeine verfahrensrechtliche Regelungen sieht der Komitologiebeschluss des Rates⁵⁷ vor. Angestrebte Ziele des neuen Normsetzungsverfahrens sind die Flexibilisierung der Regelungstechnik, die Beschleunigung des Regelungsmechanismus, die Beteiligung aller Marktkreise, die Marktnähe durch Einbindung von Sachverständigen, Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern sowie die Erhöhung der Transparenz durch Einbindung der Marktteilnehmer und Konsultationen via

⁵⁰ Ausschuss der Weisen, Schlussbericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte.

⁵¹ *Karpf/Kuras-Eder*, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (758).

⁵² *Foelsch*, EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, 94 (94).

⁵³ *Foelsch*, EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, 94 (101).

⁵⁴ Vgl. dazu *Karpf/Kuras-Eder*, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (759) und *Kalss*, Lamfalussy – Segen oder Fluch für das Kapitalmarktrecht?, ÖBA 2007, 419 (419).

⁵⁵ KOM (2001) 528 EG vom 6. Juni 2001.

⁵⁶ KOM (2001) 527 EG vom 6. Juni 2001.

⁵⁷ 1999/468/EG vom 28. Juni 1999, Abl L 184/23 vom 17. Juli 1999.

Internet⁵⁸. Zu Entstehung und Inhalt des Beschlusses sei auf die Ausführungen *Tichys*⁵⁹ verwiesen.

Der Wertpapierausschuss setzt sich aus je einem hochrangigen Vertreter der Mitgliedstaaten, einem Vertreter der Kommission als Vorsitzenden und dem Vorsitzenden des CESR zusammen und wird sowohl als beratender als auch als Regelungsausschuss tätig⁶⁰.

Die vier Stufen des neuen Rechtssetzungsverfahrens stellen sich wie folgt dar⁶¹:

- Auf Stufe 1 erlässt der Rat die grundlegende Eckpunkte festlegenden Rahmenrichtlinien oder Rahmenverordnungen. Den Vorschlag erstattet die Kommission auf Grundlage von Konsultationen mit ESC und CESR.
- In Stufe 2 werden dann technische Durchführungsmaßnahmen auf Richtlinien- oder Verordnungsebene von der Europäischen Kommission erlassen, die in den Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar sind. Hier kommt dem Wertpapierausschuss und dem CESR beratende Funktion zu.
- Auf Stufe 3 soll CESR Empfehlungen zu Auslegungsfragen und schlüssige Leitlinien für die Umsetzung und Anwendung der auf den Stufen 1 und 2 beschlossenen Maßnahmen, sowie gemeinsame Standards in nicht unter die Rechtsvorschriften der EU fallenden Bereichen erarbeiten.
- Stufe 4 sieht eine Prüfung der exakten Umsetzung der EU-Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten vor. Diese Prüfung erfolgt durch die Europäische Kommission und CESR.

⁵⁸ *Kalss, Lamfalussy – Segen oder Fluch für das Kapitalmarktrecht?*, ÖBA 2007, 419 (419).

⁵⁹ *Tichy*, Der neue Komitologiebeschluss, ZfRV 2000, 134.

⁶⁰ *Karpf/Kuras-Eder*, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (759).

⁶¹ Vgl dazu *Karpf/Kuras-Eder*, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (759 ff) und *Kalss, Lamfalussy – Segen oder Fluch für das Kapitalmarktrecht?*, ÖBA 2007, 419 (419).

Nicht unbegründet ist die Kritik von *Kalss*⁶², die meint, dass die einzelnen Stufen des Prozesses nicht klar voneinander abgegrenzt sind und viel zu oft verschwimmen. Weiters sieht sie Gefahr einerseits in der Kompetenzüberschreitung durch CESR und andererseits darin, dass die zugänglichen Unterlagen nicht als Gesetzesmaterialien im nationalen oder herkömmlichen europäischen Sinn gesehen werden können. Für den Rechtsanwender ist in der Praxis aber die Tatsache, dass die unterschiedlichen Texttypen, die CESR herausgibt, von der FMA geprüft werden und somit von außerordentlicher Wichtigkeit sind, von entscheidender Bedeutung⁶³.

2.4 MiFID und Wertpapieraufsichtsgesetz 2007

Die Erlassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 1993 war ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung zur Liberalisierung des Zugangs zu den Finanzmärkten und für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen. *Fleischer* hält fest, dass seit Inkrafttreten der ISD „für alle Wertpapierfirmen die vier Grundprinzipien des Europäischen Finanzmarktrechts: das Prinzip des Europa-Passes, das der Herkunftslandkontrolle, das der Mindestharmonisierung und das der gegenseitigen Anerkennung nicht harmonisierter Aufsichtsnormen“⁶⁴ gelten. Ein integrierter europäischer Kapitalmarkt konnte aber noch nicht gewährleistet werden. Die Europäische Kommission und das FESCO⁶⁵ - die Vorgängerorganisation von CESR - gingen daher daran, die Hindernisse, die einem einheitlichen europäischen Binnenmarkt entgegenstanden, herauszuarbeiten.

⁶² *Kalss*, Lamfalussy – Segen oder Fluch für das Kapitalmarktrecht?, ÖBA 2007, 419 (420).

⁶³ Vgl dazu die Ausführungen unter 5.2.2, Seite 74.

⁶⁴ *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389 (389).

⁶⁵ Forum of European Securities Commissions.

Die Novellierung der ISD stellte einen wesentlichen Bestandteil des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen dar⁶⁶, wobei die Kommission aber beabsichtigte, von der Struktur und den Grundsätzen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie nicht radikal abzuweichen⁶⁷.

Im Zuge des neuen Rechtssetzungsverfahrens nach Lamfalussy⁶⁸ setzte im Rahmen der Entstehung der zuerst als „ISD2“ bezeichneten Richtlinie ein Konsultationsprozess des Marktes, der Marktteilnehmer, der EU-Wertpapierbehörden und des FESCO ein. In einer weiteren Runde hatten alle interessierten Parteien Gelegenheit, Stellung zu nehmen. Nach weiteren Anhörungen und einer Überarbeitung durch die Generaldirektion Binnenmarkt hat die Kommission im November 2002 einen Vorschlag zur Novellierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vorgelegt. Im Dezember 2003 wurde der gemeinsame Standpunkt des Rates und des Europäischen Parlaments festgelegt und Mitte 2004 wurde die „ISD2“ als „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)“ verabschiedet⁶⁹. Im Richtlinienvorschlag wurden einige Defizite der ISD diagnostiziert, was letztendlich zu einer kompletten Neufassung - und nicht nur Revision - des Richtlinien textes geführt hat⁷⁰.

Notwendig war die Neuregelung vor allem aufgrund der rasanten Entwicklungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie durch das Aufkommen alternativer Handelsplattformen. Weiters waren aufgrund neuer Geschäftsmodelle, Handelsmöglichkeiten und Marktpraktiken adaptierte Regelungen zum Anlegerschutz notwendig⁷¹.

⁶⁶ *Forstinger/Pradler*, Der aktuelle Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (ISD2), ÖBA 2004, 329 (329 f).

⁶⁷ *Oppitz*, Neue Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ÖBA 2002, 291 (297).

⁶⁸ *Karpf*, Der Lamfalussy-Prozeß, Bestandsaufnahme und Ausblick, ÖBA 2005, 573.

⁶⁹ Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

⁷⁰ *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389 (390).

⁷¹ *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 7.

Die MiFID ist als Rahmenrichtlinie konzipiert, die in vielen Bereichen Konkretisierung durch weitere Rechtsakte vorsieht. Diese technischen Durchführungsbestimmungen liegen mit der DurchführungsRL (DRL) und der DurchführungsVO (DVO) vor⁷². Zu ihrer Entstehung hat CESR Empfehlungen an die EK übermittelt, welche als Grundlage zur Arbeit im ESC dienten und schließlich nach ausführlichem Konsultationsprozess veröffentlicht wurden⁷³.

Einen detaillierten Überblick über die Änderungen gegenüber ISD gibt unter anderem *Harrer*⁷⁴. Für die Wohlverhaltensregeln von zentraler Bedeutung sind die Bestimmungen über die Kategorisierung der Kunden, über die Informationspflichten, Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen, die Verpflichtung zur „best execution“ sowie die Regelungen über Berichtspflichten und betreffend der Organisationsvorschriften. *Winternitz/Aigner* fassen aber folgerichtig zusammen, dass „in vielen Bereichen ... vom Richtliniengesetzgeber“ festgeschrieben wurde, „was von den Gerichten im Rahmen von Haftungsprozessen in den vergangenen 15 Jahren als Pflichtenstandard bei der Finanzdienstleistungserbringung entwickelt und festgeschrieben wurde“⁷⁵.

Aufgrund von Verzögerungen bei den Durchführungsbestimmungen zur MiFID wurde viel von der den Mitgliedstaaten gewährten Fristverlängerung wieder aufgebraucht⁷⁶ und die Richtlinienbestimmungen wurden erst ab dem 1. November 2007 anwendbar. Die damit einhergehende Unsicherheit galt gleichermaßen für Marktteilnehmer in allen Mitgliedstaaten, da bis wenige

⁷² *Zuffer*, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, *ecolex* 2007, 224 (224).

⁷³ *Pradler/Resch*, Die neuen Level 2-Entwürfe der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – eine Herausforderung für Wertpapierfirmen, *ZFR* 2006, 27 (27).

⁷⁴ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, *ÖBA* 2007, 98; *Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 7 ff; *Zuffer*, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, *ecolex* 2007, 224 (224 ff); *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 8 ff.

⁷⁵ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 18.

⁷⁶ *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 6.

Monate davor noch nirgends ein nationales Gesetz verabschiedet wurde⁷⁷. Die Vorbereitungen bei den Anbietern liefen dennoch auf Hochtouren und waren mit enormem Administrationsaufwand verbunden.

Der österreichische Gesetzgeber war schließlich bei der Umsetzung sogar unter den ersten und brachte mit dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007⁷⁸ keine großen Überraschungen im Vergleich zum Inhalt der Richtlinie⁷⁹. Dies ist angesichts des großen Zeitdrucks, unter dem die Dienstleister sonst gestanden wären, sehr begrüßenswert. Bei aller Wichtigkeit der Regelung von Wertpapierangelegenheiten darf nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nämlich auch nicht außer Acht gelassen werden, dass in irgendeiner Form letztlich der Kunde die Kosten für den Zusatzaufwand hätte tragen müssen.

Es ist anzumerken, dass es sich, wie *Marenzi/Sindelar* ganz richtig festhalten, beim WAG 2007 nicht bloß um eine Novelle des „alten“ WAG handelt, sondern „um eine Neukodifizierung, die in einigen Bereichen ein komplett neues Recht für Wertpapierfirmen schafft“⁸⁰. Hervorgehoben wird dies durch die Tatsache, dass im Zuge des neuen Gesetzes sieben weitere Bundesgesetze geändert wurden.

⁷⁷ *Future Banking*, Ausgabe 1 2007, 5 (6).

⁷⁸ BGBl I 2007/60.

⁷⁹ Erläuterungen der Regierungsvorlage zum 1. Hauptstück, abgedruckt in *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 79 ff.

⁸⁰ *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 1.

3. Begriffserklärung

3.1 Grundlagen, Ziele, Systematik

In Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie mit ihren generellen Zielen Anlegerschutz und Stabilität des Finanzsystems durch das Wertpapieraufsichtsgesetz 1996 wurde der Katalog der Pflichten, die Anbieter bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu beachten hatten unter dem Kapitel „Wohlverhaltensregeln“ zusammengefasst. Diese Wohlverhaltensregeln der §§ 11-18 des WAG 1996 waren Bestandteil des Kapitalmarktrechts, also in diesem Sinne auf Funktionsschutz des Kapitalmarkts und/oder des Anlegerschutzes abzielendes privat- oder öffentlichrechtlich ausgeformtes Wirtschaftsrecht⁸¹.

Das „alte“ WAG unterteilte diese Regeln in allgemeine und besondere Verhaltenspflichten (§§ 13 u 14 WAG 1996), Organisationspflichten sowie Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten (§§ 16 ff WAG 1996). Weiters enthielten sie Konsumentenschutz- und Schadenersatzregelungen (§§ 12 bzw 15 WAG 1996).

Näher betrachtet erkennt man, dass allgemeine Verhaltenspflichten iW in den §§ 11, 13 und 17 leg cit enthalten waren, wobei aber die Pflichten des § 17 nur der Verstärkung und Durchsetzung der primären allgemeinen und besonderen Verhaltenspflichten dienten. Allgemeine Verhaltenspflichten iS waren daher nur die in § 13 WAG 1996 normierten⁸². Die allgemeinen Pflichten ließen sich in diesem Zusammenhang in Schutz-, Aufklärungs- und Beratungspflichten, in Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten sowie in Ausfolgungspflichten

⁸¹ *Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 93.

⁸² *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (7).

teilen⁸³. Die Bestimmungen der §§ 13 u 17 Abs 3 WAG 1996 waren auch wichtige Mittel des Verbraucherschutzes⁸⁴.

Auch die Organisationspflichten konnten in weitere und engere unterteilt werden. Organisationspflichten iWV enthielten die §§ 16 und 18 WAG 1996. *Knobl* zufolge sind sie „isoliert betrachtet aber zu allgemein und inhaltlich zu offen formuliert, um als Schutzgesetz dienen zu können“⁸⁵. § 18 WAG 1996 enthielt öffentlichrechtliche Pflichten betreffend die Eignung der EDV, Compliance Vorschriften für die Mitarbeiter und die interne Revision, § 16 dagegen Organisationspflichten iS.

Zutreffenderweise sieht *Knobl*⁸⁶ zwischen den Verhaltens- und Organisationspflichten der Wohlverhaltensregeln einen Zusammenhang nach Art kommunizierender Gefäße. Diese Regeln konkretisieren vor allem vorvertragliche Schutz- und Aufklärungspflichten, sowie vertragliche Haupt- und Nebenleistungspflichten bei Effektenkommissionsgeschäften⁸⁷. Es handelt sich somit um Sonderprivatrecht. Dies ist insofern bemerkenswert, als es sich bei der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie um eine überwiegend aufsichtsrechtliche Richtlinie handelt. Die gegenständlichen Regelungen entsprechen aber durchaus den Zielen der ISD, nämlich Anlegerschutz und Stabilität des Finanzsystems.

Zudem verfolgten die Wohlverhaltensregeln mit ihren besonderen Verhaltenspflichten auch insiderrechtliche Zielsetzungen⁸⁸. Auch und besonders in Bezug auf diese Ziele ist das von *Knobl* erwähnte Zusammenspiel von Verhaltens- und Organisationspflichten festzustellen. Je besser der Aufbau und die Organisation des Wertpapierdienstleisters ausgebaut ist, desto geringer

⁸³ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 90.

⁸⁴ *Karpf*, Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz (2000), 131 u 151.

⁸⁵ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (8).

⁸⁶ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (752).

⁸⁷ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (741).

⁸⁸ Vgl die Verbote des § 14 WAG 1996.

werden die Verhaltenspflichten zur Hintanhaltung von Interessenkonflikten zwischen Kunden und Bank/WPDLU im Einzelfall⁸⁹.

Echtes Verbraucherschutzrecht enthielten § 12 Abs 2 WAG 1996, der ein weitgefasstes Rücktrittsrecht des Verbrauchers bei Haustürgeschäften enthielt, und § 15 Abs 2 WAG 1996, der die Gültigkeit von Haftungs- freizeichnungsklauseln beschränkte. Die Werbemaßnahmen betreffenden §§ 12 Abs 1 und Abs 3 WAG 1996 hingegen enthielten lediglich „ein für Verbrauchergeschäfte im Sinne des Sonderprivatrechts normiertes flankierendes Verwaltungsstrafrecht“⁹⁰.

*Haghofer/Mayer*⁹¹ sind der Meinung, dass § 12 WAG 1996 ungeachtet der Überschrift im Gesetz aufgrund seiner rechtlichen Natur und seiner europarechtlichen Einordnung nicht zu den Wohlverhaltensregeln gehört. Dem ist schon wegen des Inhalts des besagten Paragraphen zuzustimmen, da die Regelungen des § 12 WAG 1996 nichts mit der faktischen Erbringung der Wertpapierdienstleistung an sich zu tun haben.

Soweit die Wohlverhaltensregeln auch Anlegerschutzbestimmungen sind, begründeten Verstöße zivilrechtliche Ansprüche des Kunden. Bei Verletzung der Verpflichtungen nach §§ 13 und 14 WAG 1996 normierte § 15 Schadenersatzpflichten.

Die verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit nach § 27 Abs 2 WAG 1996 änderte, wie *Knobl*⁹² darstellt, nichts an der Einordnung der primären Wohlverhaltensgebote als privatrechtliche bzw öffentlichrechtliche Normen.

⁸⁹ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (744).

⁹⁰ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (9).

⁹¹ *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (584).

⁹² *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (9).

Grundsätzlich ist anzumerken, dass die im Gesetz verwendeten einzelnen Überschriften der §§ 11 bis 18 WAG 1996 nicht unbedingt geglückt waren, da vor allem die Termini „Wohlverhaltensregeln“ und „Besondere Verhaltensregeln“, wobei letztere ja eigentlich nur ein Unterpunkt der ersteren sind, auf den ersten Blick verwirrend erschienen. Die „Allgemeinen Verhaltensregeln“ als eigenen Punkt hingegen vermisste man. Eine „Ober-Überschrift“ und ein konsequentes Weiterführen von „Unter-Überschriften“ hätten nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit eine bessere Übersichtlichkeit gewährleistet.

Der MiFID fehlt hinsichtlich der Regulierungsziele eine übersichtlich vorangestellte Zielkonzeption. Im zweiten Erwägungsgrund wird erwähnt, dass die „empirisch festgestellte Marktrealität vollständig“ erfasst werden soll. Der Kommissionsvorschlag nennt hingegen zwei „globale Regulierungsziele“ - die Gewährleistung des Anlegerschutzes und der Marktintegrität durch Festlegung harmonischer Anforderungen für die Tätigkeiten der zugelassenen Intermediäre sowie die Förderung fairer, transparenter, effizienter und integrierter Finanzmärkte⁹³.

Mit diesen zwei Regelungszwecken zielt die MiFID in dieselbe Richtung wie schon die ISD und das WAG 1996. Die Wohlverhaltensregeln gelten als „Grundgesetz des Wertpapierhandels“⁹⁴ und zählen zu den wichtigsten Säulen des Anlegerschutzes. Um dieses Ziel zu erreichen, soll der Anleger „in die Lage versetzt werden, seine Anlageentscheidungen auf fundierter Grundlage zu treffen“⁹⁵. Zu diesem Zweck sind die Anbieter Informations-, Prüfungs- und weiteren Verhaltenspflichten unterworfen. Auch der Begriff „Wohlverhaltensregeln“ findet sich als Überschrift in Art 19 der neuen Richtlinie.

⁹³ *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389 (391).

⁹⁴ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 84.

⁹⁵ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (429).

CESR nennt in seinem „consumers guide to MiFID“ als Hauptziel der Richtlinie die Harmonisierung des Anlegerschutzes und nennt drei von den Anbietern einzuhaltende Prinzipien, nämlich im Interesse des Kunden zu handeln, ihm die nötigen Informationen zukommen zu lassen und auf seine individuellen Bedürfnisse abzustellen.

Zu beachten ist, dass die Europäische Kommission im Bereich des Anlegerschutzes und der Wohlverhaltensregeln insofern grundlegende Veränderungen angestrebt hat, als dass nicht einfach die einzelnen Wohlverhaltenspflichten modifiziert wurden, sondern durch eine Einteilung in Kundenklassen ein individuelleres und zugleich doch standardisiertes Schutzkonzept geschaffen wurde⁹⁶. Die Wohlverhaltensregeln sind Instrumente des Informationsschutzes und sollen dazu beitragen, das Informationsgefälle zwischen Dienstleister und Anleger zu beseitigen. Sie dienen dabei aber nicht nur dem Individualschutz des einzelnen Anlegers sondern als objektive Verhaltensstandards auch dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts. Diese zweifache Ausprägung wird auch in den Gesetzesmaterialien zum WAG 2007 deutlich⁹⁷.

Kritisch anzumerken ist, dass es dem gesamten Wertpapieraufsichtsgesetz etwas an Rechtsdogmatik mangelt. Dies beginnt allerdings schon beim Richtliniengesetzgeber. Der nationale Gesetzgeber schreibt dann nur im Wesentlichen die Bestimmungen ab und vermerkt in den Materialien, dass damit die Bestimmung „XY“ der Richtlinie umgesetzt wird. Es gibt aber keinerlei Anhaltspunkte zur Lösung eventuell offenbleibender Fragen. Dies ist übrigens ein allgemeines Phänomen des Kapitalmarktrechts.

Im Gegensatz zum „alten“ WAG fehlt im Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 ein eigener mit „Wohlverhaltensregeln“ betitelter Abschnitt. Ungeachtet dessen findet sich der Begriff in § 46 Z 3 WAG 2007, wonach der Rechtsträger den Kunden bei bestimmten Geschäften und Vorliegen bestimmter Voraussetzungen darauf

⁹⁶ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 17.

⁹⁷ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 85.

hinzuweisen hat, dass er in diesem Fall nicht in den Genuss des Schutzes der Wohlverhaltensregeln kommt. Es gibt im Gesetz aber mehrere aneinander folgende Abschnitte, die Bestimmungen beinhalten, die als Wohlverhaltensregeln zusammengefasst werden können. Dies erscheint geglückter zu sein, da die verwirrenden Bezeichnungen und Überschriften bzw Anordnungen des WAG 1996 nicht übernommen wurden. Ebenso fehlen nun die angesprochenen dazwischen gestreut gewesenen Konsumentenschutzbestimmungen und Schadenersatzregelungen. Da die Wohlverhaltensregeln Pflichten statuieren, die den Bestand vertraglicher oder vorvertraglicher Beziehungen zwischen Kunden und Anbieter voraussetzen, ist eine dem § 15 WAG 1996 entsprechende Haftungsbestimmung auch nicht explizit notwendig⁹⁸.

Gleich ist hingegen die Anordnung einer allgemeinen Bestimmung⁹⁹ mit nachfolgenden konkreten Pflichten. In der Literatur gibt es unterschiedliche Meinungen darüber, welche Paragraphen nun alle zu diesem Bereich gezählt werden können. Einigkeit herrscht darüber, dass die §§ 36-51 WAG 2007 unter dem Begriff Wohlverhaltensregeln zu subsumieren sind. Dies ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit zu eng gefasst. Die gesamten Abschnitte 4 bis 10 des WAG 2007 (also Interessenkonflikte, Verpflichtung zum Handeln im besten Interesse des Kunden, Informationen für Kunden, Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen, Berichtspflichten, bestmögliche Durchführung und Bearbeitung von Kundenaufträgen) enthalten zu beachtende Verhaltenspflichten.

Gerade die Bereiche „best execution“ und Bearbeitung von Kundenaufträgen (§§ 52-57 WAG 2007) werden oftmals außen vor gelassen, haben aber große Bedeutung für den Kunden und sollten daher ganz klar den Wohlverhaltensregeln zugezählt werden. Die grundsätzliche Auswahl des Anlageinstruments hat natürlich im Vordergrund zu stehen, da es hier größere Auswirkungen gibt - schließlich nützt die beste Ausführung der Order nichts,

⁹⁸ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 491.

⁹⁹ Zur Frage, ob es sich bei § 38 WAG 2007 um eine Generalklausel handelt vgl die Ausführungen unter 5.1, Seite 65.

wenn das Instrument ein falsches ist - dennoch ist es wichtig, einen marktnahen Preis und faire Konditionen zu erzielen. Wenn die Anlageentscheidung an und für sich richtig ist, wird die Ausführung im Einzelnen nicht so einen großen Unterschied machen, dennoch muss Missbrauch in diesem Punkt hintangehalten werden. Es ist den Anbietern sonst ein leichtes, ein schönes Zusatzeinkommen zu lukrieren. Das Gesagte ergibt sich außerdem schon aus der Verpflichtung zum Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden. Wieso soll also die nähere Ausgestaltung eines Teilaspekts der Verhaltenspflichten nicht zu den Wohlverhaltensregeln zählen? Auch *Winternitz/Aigner*¹⁰⁰ zählen bei ihren Ausführungen zur geeigneten Gegenpartei die §§ 52 bis 57 WAG 2007 zu den Wohlverhaltensregeln, da das Gesetz diese Bestimmungen bei Geschäften mit geeigneten Gegenparteien nicht zur Anwendung kommen lässt.

Ebenso zu hinterfragen ist, warum § 38 WAG 2007 nur einen Teil der Interessenkonflikte erwähnt und quasi mitten in der Materie beginnt. Auch Interessenkonflikte und deren Behandlung sind wohl Teil der Verpflichtung zum Handeln im bestmöglichen Interesse des Kunden. Überdies verlangt Art 30 der Durchführungsrichtlinie, dass den Kunden zusammenfassende Erläuterungen bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten näher zu bringen sind¹⁰¹. Bei den zu erteilenden Informationen über die Wertpapierfirma und die Dienstleistungen sieht Z 1 der Anlage 1 zu § 40 WAG 2007 in lit h) vor, dass die Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten zu übermitteln sind¹⁰². Die Bestimmungen darüber, was ein für Kunden potentiell nachteiliger Interessenkonflikt ist bzw wie der Rechtsträger damit umzugehen hat, sollen dann aber nicht Teil der Wohlverhaltensregeln sein? Dem kann nach Ansicht des Autors dieser Arbeit nicht zugestimmt werden. Die Verpflichtung, Vorkehrungen zu treffen, um Interessenkonflikte zu vermeiden, ist natürlich Bestandteil des Handelns im besten Interesse des Kunden und somit eine zentrale Voraussetzung für einen effektiven Anlegerschutz¹⁰³.

¹⁰⁰ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 26.

¹⁰¹ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 27.

¹⁰² *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 111.

¹⁰³ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 236.

Das alles hat aber nur teilweise mit der Systematik des Wertpapieraufsichtsgesetzes 2007 zu tun - lediglich die Frage, warum § 38 den unterworfenen Rechtsträgern nicht die spezielle Beachtung der §§ 34 f und auch der Bestimmungen zur „best execution“ (§§ 52-57) aufträgt, richtet sich an den Gesetzgeber. Was in der Literatur nun alles unter den Begriff Wohlverhaltensregeln subsumiert wird, ist eher von akademischer als von anlegerschützerischer Bedeutung, da die gesamten Bestimmungen ohnedies von den Anbietern einzuhalten sind. Konsequenterweise werden aber sowohl die Interessenkonflikte als auch die Bestimmungen zur Auftragsausführung in den folgenden Kapiteln behandelt.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass sich im Vergleich zum alten Gesetz durch das WAG 2007 inhaltlich nicht allzu viel geändert hat. Die Bestimmungen sind lediglich viel umfangreicher und die einzelnen Pflichten detaillierter umschrieben¹⁰⁴. Auch *Gruber* macht bei MiFID und WAG 2007 gegenüber den jeweiligen Vorgängern einen „wesentlich umfangreicheren und ausdifferenzierteren Normenbestand“¹⁰⁵ aus. Diese detaillierte Umschreibung ist aber für den Rechtsanwender von Vorteil, da nicht mehr soviel Interpretationsspielraum übrig bleibt und damit die Rechtssicherheit zunimmt. Zusammen mit der anwachsenden Judikatur - aufgrund dessen, dass es keine gravierenden inhaltlichen Änderungen gibt, können natürlich nach wie vor auch die zum WAG 1996 ergangenen Rechtssätze zur Auslegung herangezogen werden - lassen die Bestimmungen der MiFID und des neuen Wertpapieraufsichtsgesetzes die Zahl der offenen Fragen weiter abnehmen.

Neu ist, wie bereits oben erwähnt, dass die MiFID bei der Umsetzung eines ihrer wesentlichen Regelungsziele - des Anlegerschutzes - den Umfang dieses Schutzes von der Zuordnung in eine Anlegerkategorie sowie nach der Art und

¹⁰⁴ *Kalss* und auch *Resch* bei der KWR Corporate Lounge, November 2007; sowie *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (436 f).

¹⁰⁵ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 86.

dem Umfang der zu erbringenden Dienstleistung bestimmt¹⁰⁶. Insofern verfolgt die Richtlinie, wie *Fleischer* festhält, eine „ambivalente Strategie, indem sie die hergebrachten Wohlverhaltensregeln einerseits verschärft, andererseits sorgfältiger auf die verschiedenen Anlegergruppen kalibriert“¹⁰⁷. Besonders hervorzuheben ist, dass es sich bei dieser Kategorisierung der Kunden nicht um ein starres, sondern um ein mobiles System mit Opt-in bzw Opt-out Möglichkeiten handelt¹⁰⁸.

Das Ziel der differenzierten Informationspflicht ist absolut zu begrüßen, da weder der Kunde noch der Anbieter überfordert bzw der Anleger zwangsbeglückt werden sollte. Letztendlich ist es auch im Interesse des Kunden, überschießende und nicht notwendige Betreuung gar nicht aufkommen zu lassen, da dies schließlich auch Kosten verursachen würde, die sich der Anbieter wohl über diverse Gebühren zurückholen könnte. Dementsprechend ist auch die Aufnahme von Regelungen der „execution only“ in das WAG 2007 mehr als gut zu heißen, da in diesem Bereich doch eine gewisse Rechtsunsicherheit geherrscht hat. Die Bestimmungen zur Kundenkategorisierung sind nicht direkt Teil der Wohlverhaltensregeln, aber dennoch sehr eng mit ihnen verknüpft, da sie den Umfang der Pflichten determinieren.

Wie bereits zum WAG 1996 ausgeführt, besteht nicht nur ein sehr enger Zusammenhang zwischen Verhaltenspflichten und Organisationsvorschriften, sondern das Gesetz zählte die Bestimmungen betreffend der Organisationsanforderungen sogar zu den Wohlverhaltensregeln.

Die MiFID strebt eine Verbesserung des Anlegerschutzes an und setzt dabei auf verschärfte Organisations-, Wohlverhaltens- und Auftragsausführungspflichten

¹⁰⁶ *Zuffer*, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, *ecolex* 2007, 224 (224).

¹⁰⁷ *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, *BKR* 2006, 389 (394).

¹⁰⁸ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 21 ff.

sowie die Kundenklassifizierung¹⁰⁹ und dementsprechend behandelt das WAG 2007 die Organisationspflichten nun auch an gesonderter Stelle. Wie bereits dargelegt, sind nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit die Bestimmungen zur Auftragsausführung aber sehr wohl als Teil der Wohlverhaltensregeln zu behandeln. Organisationspflichten müssen nicht notwendigerweise direkter Teil der Wohlverhaltensregeln sein, eine funktionierende Organisation ist aber Voraussetzung zur Erreichung vieler Anlegerschutzziele. Besonders zu beachten sind hier die Anforderungen an die Bereiche Compliance, Risikomanagement und interne Revision¹¹⁰. Vor allem im Bereich der Interessenkonflikte ist eine funktionierende Organisation unerlässlich. Im Umgang mit solchen Konflikten ist ein dreistufiger Mechanismus vorgesehen: Erkennen, Verhindern und Offenlegen¹¹¹. Auch zur Verhinderung marktmissbräuchlicher Praktiken ist die Einhaltung der Organisationsvorschriften unerlässlich. Insofern sind diese Bestimmungen in gewisser Weise Voraussetzung für die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln.

3.2 Pflichten vor Einführung des WAG

Bereits vor der Erlassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, also lange vor Inkrafttreten des ersten österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, wurden durch die - deutsche und auch österreichische - Judikatur Grundsätze zur Haftung von Banken bei fehlerhafter Anlageberatung aufgestellt.

¹⁰⁹ *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389 (392).

¹¹⁰ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 12.

¹¹¹ *Zuffer*, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, *ecolex* 2007, 224 (225).

3.2.1 Rechtsprechung

Richtungsweisend in diesem Zusammenhang ist die sogenannte „Bond“-Entscheidung des deutschen Bundesgerichtshofs¹¹². In dieser Entscheidung hat der BGH die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Anlageberatung dargestellt und somit zu einer Vereinheitlichung der Rechtsprechung beigetragen¹¹³. Die beklagte Bank hatte Kunden, die bis dahin über 20 Jahre lang (bei der Beklagten) ihre Ersparnisse in sicheren Anlageformen angelegt hatten, DM-Anleihen der australischen Bond-Finance Ltd. verkauft. Zum Zeitpunkt der Empfehlung hatte die Anleihe ein Rating¹¹⁴ von „B“, also hochspekulativ. Die Papiere wurden dann bald auf „CCC“ herabgestuft und letztendlich waren sie praktisch wertlos.

Bis dahin stellte die deutsche Literatur ohne gesetzliche Regelung eine solche Fülle an Anforderungen an die Banken, dass diese, wollten sie allen Anforderungen gerecht werden, wohl kaum einen Vertragsabschluss hätten erzielen können¹¹⁵.

Neben der bisher als Haftungsgrundlage ins Spiel gebrachten culpa in contrahendo und neben der Verletzung von Nebenpflichten kommt durchaus begründet auch die Verletzung eines Beratungsvertrages als haftungsbegründend in Betracht¹¹⁶. In dieselbe Richtung gehen die Ausführungen *Iros*¹¹⁷ zu den Aufklärungs- und Beratungspflichten der Bank beim Effektingeschäft. Auch *Welser*¹¹⁸ sieht mehrere Rechtsgrundlagen der Haftung.

¹¹² Gruber, BGH 6.7.1993, XI ZR 12/93, ÖBA 1994, 895.

¹¹³ Arendts, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (251).

¹¹⁴ Zur Bonitätsbeurteilung vgl die Ausführungen unter 7.2.2.2, Seite 141 ff.

¹¹⁵ Welser, Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes, ecolex 1995, 79 (81).

¹¹⁶ Arendts, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (252).

¹¹⁷ Iro in *Avancini/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht II (1993), 589 ff.

¹¹⁸ Welser, Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes, ecolex 1995, 79 (79 f).

Er nennt die Verletzung eines Beratungsvertrages, die Verletzung von Nebenpflichten aus sonstigen Schuldverhältnissen, die Verletzung von Pflichten aus einer ständigen Geschäftsbeziehung und die Verletzung des vorvertraglichen Schuldverhältnisses durch ein Verschulden beim Vertragsabschluss. Ein ausdrücklich geschlossener Vertrag wird in der Praxis wohl selten vorliegen, allerdings wird in der Regel ein stillschweigend angenommener Beratungsvertrag zustande kommen.

Arendts sieht als entscheidendes Kriterium für den Rechtsbindungswillen den Umstand, dass Auskünfte erteilt werden, die für den Empfänger, also den Kunden, von erheblicher Bedeutung sind und die dieser zur Grundlage wesentlicher Entschlüsse oder Maßnahmen machen will. Ebenso sieht er das „Informationsgefälle und die unterschiedliche Sachkunde zwischen Kunde und Bank als entscheidende und auch objektiv nachvollziehbare Kriterien, um einen Rechtsbindungswillen anzunehmen“¹¹⁹. Entgeltlichkeit hingegen ist keine notwendige Voraussetzung für die Annahme eines Vertrages.

Zum Zustandekommen eines Beratungsvertrages führt der BGH in der „Bond“-Entscheidung aus: „Tritt ein Anlageinteressent an eine Bank oder der Anlageberater einer Bank an einen Kunden heran, um über die Anlage eines Geldbetrags beraten zu werden bzw zu beraten, so wird das darin liegende Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages stillschweigend durch die Aufnahme des Beratungsgesprächs angenommen“¹²⁰.

*Vortmann*¹²¹ hält dem - nach Ansicht des Autors dieser Arbeit nicht unbegründet - entgegen, dass mit der Aufnahme eines Gespräches allein noch kein Vertrag zustande kommt, sondern erst der weitere Fortgang desselben sowie die geäußerten Intentionen der Gesprächspartner über ein Zustandekommen

¹¹⁹ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (252).

¹²⁰ *Gruber*, BGH 6.7.1993, XI ZR 12/93, ÖBA 1994, 895 (895).

¹²¹ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (580).

entscheiden. Bei jeder Information über Tatsachen einen Vertragsabschluss zu konstruieren würde auch sicher zu weit gehen. Ergibt sich allerdings aus dem Gespräch, dass der Berater speziell auf die persönlichen Verhältnisse und Bedürfnisse des Kunden eingeht, so kommt es wohl zum konkludenten Vertragsabschluss.

Selbstverständlich wurde die Frage des Zustandekommens eines Vertrages dahingehend entschärft, dass für Verfehlungen bei der Aufklärung von Kunden die Bestimmungen des § 15 WAG 1996 eine eigene Anspruchsgrundlage boten. Eine entsprechende Regelung vermisst man zwar in MiFID und WAG 2007, zivilrechtliche Folgen einer Pflichtverletzung sind aber unbestritten¹²².

Auch der OGH¹²³ hat ausgesprochen, dass Auskunftsverträge schlüssig zustande kommen können. In der gegenständlichen Rechtssache wurde dem beteiligten Anlagevermittler die Pflicht zu richtiger und vollständiger Information über die für den Anlageentschluss notwendigen Umstände auferlegt und eine Haftung des Vermittlers bei Verletzung dieser Pflichten festgehalten. Dem Anbieter muss klar sein, dass eine Veranlagung mit einer jährlichen Rendite von 70% nicht risikolos sein kann, auch wenn er selbst gutgläubig die Seriosität des Geschäfts angenommen hat. Zurecht hat der OGH aber auch ein Mitverschulden des Anlegers ausgesprochen, da auch er Zweifel an der Seriosität der angebotenen Anlage gehegt haben müsste.

In der „Bond-Entscheidung“ hat der deutsche Bundesgerichtshof im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung der Aufklärungs- und Beratungspflichten mehrere Faktoren genannt, die einerseits auf die Person des Kunden sowie andererseits auf das Anlageobjekt bezogen sind. Es liegt ein Konzept der anleger- und objektgerechten Beratung vor¹²⁴.

¹²² Vgl dazu die Ausführungen unter 5.1, Seite 67.

¹²³ OGH 15.7.1997, 1 Ob 182/97i, RdW 1997, 718.

¹²⁴ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (252 f).

Der BGH nennt im Hinblick auf eine anlegergerechte Beratung den Wissensstand über die in Aussicht genommenen Anlageprodukte, die Erfahrung und die Risikobereitschaft des Kunden sowie sein Anlageziel. Betreffend einer objektgerechten Beratung ist zwischen Informationen bezüglich der allgemeinen Risiken, wie der Konjunkturlage, und Informationen zu den speziellen Risiken, die sich individuell aus dem Anlageobjekt ergeben, etwa Zins- oder Währungsrisiken, zu unterscheiden¹²⁵. Der notwendige Beratungsaufwand kann vor allem bei den speziellen Risiken ein erheblicher sein.

Diese beiden Grundsätze, nämlich das Einholen von Informationen über den Anleger und die Pflicht, den Kunden über das Anlageobjekt zu informieren, finden sich bereits in der Resolution „Rules of Conduct“¹²⁶ der IOSCO, der Internationalen Organisation der Kapitalmarktbehörden, aus dem Jahr 1990. Bei dieser Resolution handelt es sich um die Präsentation der Ergebnisse einer Arbeitsgruppe unter französischer Federführung. Regel 4. handelt von „Information about customers“ und Regel 5. ist mit „Information for customers“ übertitelt¹²⁷.

In Hinblick auf das zu erforschende Anlageziel sieht *Tutsch*¹²⁸ völlig zurecht die Notwendigkeit, sehr genau zu hinterfragen, was der Kunde wirklich bezweckt. Die Vorstellungen in Bezug auf das Risiko-Ertrags-Verhältnis lassen sich leider oft mit der Kapitalmarktpraxis nicht vereinbaren. Ein wichtiger Faktor ist in diesem Zusammenhang auch die Anlagedauer. Bei einer anlegergerechten Beratung müssen die persönlichen Verhältnisse des Kunden im Vordergrund stehen. Es kommt auch ganz entscheidend auf die Einkommens- und Vermögensverhältnisse des potenziellen Anlegers sowie auf seine bisher getätigten Geschäfte und seinen Besitzstand an. Ein wesentliches Indiz für die

¹²⁵ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (253).

¹²⁶ Diese Resolution stellt eine Empfehlung dar und entfaltet keinerlei Rechtskraft.

¹²⁷ Vgl dazu *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (837 f).

¹²⁸ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (84).

Risikobereitschaft des Kunden ist sein bisheriges Anlageverhalten. *Vortmann*¹²⁹ folgend ist die „Beratungsbedürftigkeit“ des Anlegers der Maßstab für den Umfang der Beratungspflicht. Ein erfahrener Investor mit einschlägigem Wissen bedarf geringerer Beratung als ein gänzlich unerfahrener Anleger. Das entspricht auch dem Abstellen auf die Professionalität des Kunden durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sowie der durch die MiFID eingeführten Kundenklassifikation¹³⁰.

Im Zuge der Aufklärung bei der Beratung hat die Bank also den Wissensstand, die Risikobereitschaft und das Anlageziel des Kunden zu erforschen und muss im Anschluss richtige, vollständige und sorgfältig recherchierte Information bieten. Um dem Kriterium der Anlegergerechtigkeit zu entsprechen, muss diese Information für den Kunden auch verständlich sein¹³¹, was sich wohl von selbst versteht. Bei der vollständigen Informationspflicht können Konflikte zwischen den Interessen des Anlegers, Interessen der Bank und Interessen von Dritten kollidieren. In solchen Fällen gilt das Prinzip des Vorrangs der Anlegerinteressen¹³².

Für den Umfang der objektbezogenen Beratung ist es von Bedeutung, ob die beratende Bank das Anlageobjekt in ein selbst zusammengestelltes Anlageprogramm aufgenommen hat¹³³, was die Anforderungen an die Information noch erhöhen würde. Ist ein Anlageberater nicht in der Lage, dem Kunden alle notwendigen Informationen zukommen zu lassen, so hat er dies offen zu legen¹³⁴.

¹²⁹ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (583).

¹³⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.1, Seite 116 ff.

¹³¹ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (253 f).

¹³² *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (584).

¹³³ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

¹³⁴ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (255), sowie *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (86).

Im Zusammenhang mit der geforderten Beratung hält *Arendts*¹³⁵ zutreffenderweise fest, dass die Anlageberatung entsprechend organisiert sein muss, um sicherzustellen, dass die Beratung anleger- und anlagegerecht erfolgt. Dementsprechend regeln bzw. regeln die Wertpapieraufsichtsgesetze 1996 und 2007 die allgemeinen organisatorischen Anforderungen, Compliance, Risikomanagement und die interne Revision.

Auf die durch die „Bond“-Entscheidung aufgeworfene Problematik der Bonitätsanalyse durch die beratenden Banken wird an anderer Stelle näher eingegangen¹³⁶.

Unmittelbar vor der „Bond“-Entscheidung des BGH hat auch der OGH im sogenannten „KB-Lux-Fund“-Fall¹³⁷ auf anlegergerechte und objektgerechte Beratung abgestellt. Hier beabsichtigte die Klägerin, einen bestimmten Betrag risikolos, festverzinslich und mit einem jährlichen Ertrag von etwa 7% anzulegen. Der Berater der beklagten Bank empfahl den Erwerb von Investment-Zertifikaten des „KB-Lux-Fund“, die nicht den gewünschten Ertrag brachten und in weiterer Folge auch verkauft wurden.

Da die Anlegerin ausdrücklich festverzinsliche und risikolose Papiere wollte und die Papiere des „KB-Lux-Fund“ einem Kursrisiko unterliegen und ihr Ertrag nicht im Vorhinein feststeht, wurde die Klägerin in einem entscheidenden Punkt falsch beraten. Entgegen der Ausführungen des entscheidenden Senats, „...dass risikolos nicht nach dem Sprachgebrauch von Fachkreisen verstanden werden kann. Maßgebend ist die übliche Bedeutung dieses Ausdrucks; danach wird damit nicht nur das Risiko gemeint, der Emittent könnte zahlungsunfähig werden, sondern jedes mit der Anschaffung von Wertpapieren verbundene Risiko, also auch das Kursrisiko“¹³⁸ ist anzumerken, dass ebenso in der

¹³⁵ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (255).

¹³⁶ Vgl. dazu die Ausführungen unter 7.2.2.2, Seite 141 ff.

¹³⁷ OGH 8.6. 1993, 4 Ob 516/93, ÖBA 1993, 987 und *ecolx* 1993, 667.

¹³⁸ OGH 8.6. 1993, 4 Ob 516/93, ÖBA 1993, 987 (990).

Vermögensverwaltung ein Wertpapier, sei es auch festverzinslich, nicht als risikolos gilt, wenn es täglichen Kursschwankungen unterworfen ist. Als risikoloser Zinssatz wird nur ein fixer Inter-Banken-Geldmarkt-Satz¹³⁹ bezeichnet¹⁴⁰.

Es ist auf das Risiko der konkreten Anlage detailliert, etwa im Vergleich zu dem Kunden bekannten Veranlagungsformen¹⁴¹, hinzuweisen. Da die ausdrückliche Vorgabe der Kundin durch die Empfehlung der Investment-Zertifikate nicht eingehalten wurde, war die Verurteilung der beklagten Bank zu Schadenersatz unumgänglich.

Auch in der „Put-Optionsscheine“-Entscheidung¹⁴² stellte der OGH Beratungsmängel fest. Die beklagte Bank hätte im gegenständlichen Fall nachfragen müssen, ob sich der Kunde, dem ein Schaden aufgrund der Ausführung einer „bestens“-Order entstanden war, der Tragweite seiner Aussagen bewusst war. Das Gericht führte aus, dass der Kunde darauf vertrauen darf, „dass die Bank über spezifisches Fachwissen im Wertpapierhandel verfügt, aber auch darauf, dass sie ihn bei Abschluss und Durchführung solcher Geschäfte umfassend berät“¹⁴³. Der deutschen Judikatur folgend etablierte der OGH in dieser Entscheidung einen strengeren Sorgfaltsmaßstab für Anlageberatung¹⁴⁴ und legte fest, dass „bei Abschluss von Effktengeschäften das Interesse des Bankkunden gegenüber jenem der Bank prävaliert“¹⁴⁵.

Der deutsche BGH nimmt auch erstmals eine Unterscheidung zwischen Anlagevermittlern und Anlageberatern vor, wobei die Berater, denen der Kunde

¹³⁹ EURIBOR oder LIBOR.

¹⁴⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.2.2.2, Seite 145.

¹⁴¹ Gruber, BGH 6.7.1993, XI ZR 12/93, ÖBA 1994, 895 (899).

¹⁴² Iro, OGH 15.7.1993, 7 Ob 575/93, ÖBA 1994, 156.

¹⁴³ Iro, OGH 15.7.1993, 7 Ob 575/93, ÖBA 1994, 156 (158).

¹⁴⁴ Kalss, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995, 835 (840).

¹⁴⁵ Iro, OGH 15.7.1993, 7 Ob 575/93, ÖBA 1994, 156 (156).

besonderes Vertrauen entgegenbringt, einer umfassenderen Aufklärungspflicht unterliegen. Sie sollten unabhängige Experten sein, die dem Anleger alle erforderlichen Kenntnisse verschaffen, wobei auch eine Bewertung und Beurteilung des Angebotenen erwartet wird¹⁴⁶.

In weiteren Entscheidungen, diesmal zu Wertpapierkäufen auf Kredit¹⁴⁷, stellt der OGH weit weniger strenge Anforderungen an die Aufklärungspflicht der Banken. In den ähnlich gelagerten Sachverhalten haben Anleger bedeutende Summen in Optionsgeschäfte investiert und dabei ihre Konten überzogen bzw Kredite aufgenommen. Hier führten die entscheidenden Senate aus, dass Hinweise und Warnungen über die Risiken von Optionsgeschäften genügen, um der Aufklärungspflicht nach zu kommen. Dass die Ausleihungen für die Anleger „zu unübersichtlich“¹⁴⁸ wurden und sie ihre „wirtschaftlichen Interessen“ nicht mehr wahren konnten¹⁴⁹, ist völlig zutreffend nicht den die Geschäfte durchführenden Banken zurechenbar.

Gerade diese beiden Entscheidungen werden aber von *P. Bydlinski* kritisiert indem er meint, dass „nach dem OGH plötzlich ein genereller Hinweis auf die besondere Risikoträchtigkeit von Optionsgeschäften an sich genügen soll“¹⁵⁰. Es ist durchaus zutreffend, dass die Bank über alle Risiken, die mit den Geschäften verbunden sind, aufklären muss. Allerdings muss einem durchschnittlich verständigen Kunden auch bewusst sein, dass Käufe von Finanzinstrumenten das betreffende Verrechnungskonto belasten und die so entstehenden Debetsalden bei riskanten Transaktionen unter Umständen nicht wieder durch die entsprechenden Verkäufe gedeckt werden können.

¹⁴⁶ Gruber, BGH 6.7.1993, XI ZR 12/93, ÖBA 1994, 895 (899).

¹⁴⁷ OGH 23.11.1994, 1 Ob 632/94, ÖBA 1995, 317 und OGH 22.6. 1995, 6 Ob 518/95, ÖBA 1995, 990.

¹⁴⁸ OGH 22.6. 1995, 6 Ob 518/95, ÖBA 1995, 990 (992).

¹⁴⁹ OGH 23.11.1994, 1 Ob 632/94, ÖBA 1995, 317 (318).

¹⁵⁰ *Bydlinski*, Aufklärungspflichten der Bank bei Geschäften mit Wertpapieren und Derivaten nach österreichischem Recht, RIW 1996, 290 (292).

Zudem ist dem OGH zugute zu halten, dass im ersten Fall der Berater ausdrücklich nur den Einsatz kleiner Beträge empfohlen hat und im zweiten Fall der Anleger sich für so versiert hielt, dass er die Empfehlungen des Beraters zurückgewiesen und ihm die Bank keine neue Kreditlinie für weitere Spekulationsgeschäfte eingeräumt hat, womit der Verfasser dieser Arbeit der Meinung ist, dass das Höchstgericht in beiden Fällen der Sache nach richtig entschieden hat.

Durchaus kritisch tritt *Honsell*¹⁵¹ den in der deutschen Literatur, Judikatur und Gesetzgebung aufgestellten Anforderungen an die Anlageberater entgegen, wenn er meint, dass nur mehr der Konsumentenschutz gilt und nicht mehr allgemeine Grundsätze des Zivilrechts. Er kritisiert, dass die österreichische Rechtsprechung dazu neigt, nach deutschem Vorbild tendenziell die Haftung zu verschärfen¹⁵².

Dem ist nur bedingt zuzustimmen. Der Beratung suchende Kunde ist sicherlich insoweit schützenswert, als ihm nicht zugemutet werden kann, alle Risiken eines Wertpapiergeschäftes abschätzen zu können. Mangels Alternative muss er auf den Rat des „Fachmannes“ vertrauen dürfen. Auch wenn die Anforderungen an Berater sehr hohe sind, ist es den Banken und anderen Wertpapierdienstleistern sicherlich zumutbar, durch Aus- und ständige Weiterbildung der Berater sowie durch Verwendung der gängigen Informationssysteme einen gewissen Standard aufrecht zu erhalten. Schließlich verdienen die Institute auch gutes Geld mit den Anlagegeschäften, die ihre Kunden über sie abwickeln.

Speziell die Kritik an der Entscheidung im „KB-Lux-Fund“-Fall, in der *Honsell* auf die Wünsche der Anlegerin abzielend von „eierlegender Wollmilchsau“¹⁵³ spricht, ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nicht berechtigt. Zum

¹⁵¹ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (594).

¹⁵² *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (597).

¹⁵³ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (595).

gegenständlichen Zeitpunkt waren sehr wohl festverzinsliche Anleihen der Republik Österreich mit einer Rendite von über 7% erhältlich¹⁵⁴. Inwieweit Staatsanleihen risikolos sind, ist zwar fraglich, da auch bei Anleihen bester Bonität (wie sie etwa Anleihen der Republik Österreich haben) Kursschwankungen auftreten¹⁵⁵. Im dargestellten Fall kam es der Kundin jedenfalls auf die feste Verzinsung und Rückzahlung des Nominales am Laufzeitende - was durch das gute Rating als sehr wahrscheinlich galt - an. Die Empfehlung der Investment-Zertifikate war ganz klar verfehlt, wodurch eine Haftung gerechtfertigt ist.

Dennoch ist *Honsell*¹⁵⁶ unumschränkt zuzustimmen, wenn er meint, dass eine nachträgliche Überwälzung von Verlust- und Spekulationsrisiken auf die Banken nicht gerechtfertigt ist. Auch hier dürften die Wohlverhaltensregeln des WAG beruhigenden Einfluss auf die Judikatur nehmen. Der OGH spricht sich mittlerweile auch schon in mehreren Entscheidungen gegen eine Bevormundung des Anlegers und gegen eine unsachliche Überspannung der Aufklärungs- und Warnpflichten aus¹⁵⁷.

Betrachtet man alle diese von der Judikatur aufgestellten Verpflichtungen, so wird das geforderte Schutzniveau durch das WAG 2007 eigentlich deutlich abgeschwächt. *Graf* hält hier richtigerweise fest, dass „es nicht die Absicht des Gesetzgebers des WAG 2007 gewesen sein konnte, eine Absenkung des bisherigen, durch die Rechtsprechung des OGH konstruierten Anlegerschutzniveaus herbeizuführen“¹⁵⁸. Darüber hinaus übernimmt das WAG „keine systematisch-vollständige Regelung des Effektengeschäfts oder der Effektenkommission oder der Portfolioverwaltung; es werden lediglich einzelne, konkrete durch MiFID vorgegebene Pflichten auch mit zivilrechtlicher Relevanz

¹⁵⁴ OGH 8.6. 1993, 4 Ob 516/93, ÖBA 1993, 987 (988).

¹⁵⁵ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.2.2.2, Seite 145.

¹⁵⁶ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (600).

¹⁵⁷ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 57.

¹⁵⁸ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 495.

ausgestattet¹⁵⁹. Am Bestand der von der Judikatur aufgestellten zivilrechtlichen Pflichten hat sich also nichts geändert, allein die Regeln des WAG zu beachten reicht nicht aus, es sind auch die Anforderungen zu berücksichtigen, die sich aus dem ABGB ergeben¹⁶⁰.

3.2.2 Verhaltensregeln zur Anlageberatung

Ende 1994 wurden von der Bundeskreditsektion der Wirtschaftskammer Österreich Verhaltensregeln zur Anlageberatung¹⁶¹ kundgemacht¹⁶². Sie dienen neben der Judikatur und Literatur der Konkretisierung allgemeiner Prinzipien und sind somit Interpretationshilfen, denen mit fortschreitender Übung allerdings durchaus Beachtung zu schenken ist¹⁶³.

Auch hier finden sich die Begriffe der „anlegerbezogenen“ bzw der „anlagebezogenen“ Beratung, konkretisiert durch das im Anhang vorgestellte Kundenprofil sowie die ebenfalls dort befindlichen Risikohinweise¹⁶⁴. Der Berater ist verpflichtet, das Kundenprofil in einem Reminder zu erheben und im Beratungsgespräch auf alle Risiken der in Aussicht genommenen Veranlagungen hinzuweisen. Bei Eröffnung eines Depots sind dem Kunden alle betreffenden Risikoerklärungen zu übergeben¹⁶⁵. Die Bank hat die Risiken des Wertpapiergeschäfts anhand der Risikohinweise, deren Übernahme der Kunde zu bestätigen hat, zu erläutern. In Fällen, in denen der Anbieter keine Informationen über das betreffende Anlageobjekt hat oder der Kunde

¹⁵⁹ *Graf* ebenda.

¹⁶⁰ *Graf*, Anlageberaterhaftung – quo vadis?, ZFR 2009, 82 (86).

¹⁶¹ In *Feuchtmüller/Lucius/Schaffer*, Börsegesetz und WAG (1999), 270 ff.

¹⁶² *Kunath*, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, *ecolex* 1995, 83.

¹⁶³ *Welser*, Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes, *ecolex* 1995, 79 (81).

¹⁶⁴ *Kalss*, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, *ÖBA* 1995, 835 (840).

¹⁶⁵ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, *ÖBA* 1995, 741 (751).

ausdrücklich keine Informationen wünscht oder ein Geschäft trotz Abratens seitens der Bank dennoch durchführen will, ist dies ausdrücklich am Auftragsformular zu vermerken¹⁶⁶.

Durch Kodifizierung der Wohlverhaltensregeln in Art 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und ihre Umsetzung durch das WAG 1996 wurden das Prinzip der Anlegergerechtigkeit und die Informationspflicht betreffend das Anlageobjekt später auch gesetzlich festgeschrieben¹⁶⁷. Diese Prinzipien setzen sich selbstverständlich auch in MiFID und WAG neu fort.

¹⁶⁶ *Kunath*, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, *ecolex* 1995, 83 (83).

¹⁶⁷ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, *ÖBA* 1994, 251 (257).

4. Persönlicher und sachlicher Anwendungsbereich

Der Gesetzgeber hält in § 38 WAG 2007 fest, dass ein Rechtsträger „bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse seiner Kunden zu handeln und den §§ 36 bis 51 zu entsprechen“ hat.

Schon nach der Bestimmung des § 11 Abs 1 WAG 1996 mussten alle natürlichen und juristischen Personen, die bestimmte gewerbliche Dienstleistungen, „die mit Wertpapieren oder der sonstigen Veranlagung des Vermögens von Kunden in Zusammenhang stehen“, erbringen die Interessen ihrer Kunden bestmöglich wahren und insbesondere die Wohlverhaltensregeln beachten.

Wie *Knobl*¹⁶⁸ festhält ging der persönliche Anwendungsbereich über die Mindestanforderungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie hinaus. Strenggenommen hätten die Wohlverhaltensregeln nämlich nur für Kreditinstitute iSd § 1 Abs 1 BWG vorgeschrieben werden müssen. Der österreichische Gesetzgeber wollte aber aus Gründen der Wettbewerbsgleichheit möglichst viele Anbieter mit einbeziehen. Nicht nur aus Wettbewerbsgründen, sondern auch aus Gedanken des Anlegerschutzes war der erweiterte Anwendungsbereich nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit sehr zu begrüßen, da, wie sich leider immer wieder zeigt, gerade unter den Wertpapierdienstleistungsunternehmen (die bei Erfüllung lediglich der Mindestvorgaben der ISD die Wohlverhaltensregeln in Österreich nicht anzuwenden gehabt hätten) immer wieder schwarze Schafe zu finden sind, die durch unseriöse Praktiken eine potenzielle Schadensquelle für Beratung suchende Anleger darstellen. Diese Ausweitung der Anwendbarkeit war

¹⁶⁸ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (11).

zulässig, da aus den Erwägungsgründen der ISD abgeleitet werden kann, dass strengere innerstaatliche Vorschriften zugelassen werden¹⁶⁹.

Der Anknüpfungspunkt des WAG 1996 für den Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln war ein rein (finanz)produktbezogener und stellte auf die zu erbringenden Dienstleistungen ab. Er ging dabei über den Bereich der Kapitalmarkttransaktionen¹⁷⁰ hinaus und umfasste auch Geld- und Terminmarkttransaktionen¹⁷¹.

Auch das WAG 2007 stellt auf die Art der Tätigkeit ab. Die Verhaltenspflichten treffen den Rechtsträger bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen. Anders als das WAG 1996 definiert das neue Gesetz nun allerdings den Begriff des Rechtsträgers und umfasst ausdrücklich verschiedene angeführte Unternehmensgruppen¹⁷².

Wie bereits das WAG 1996 stellt auch das neue Wertpapieraufsichtsgesetz auf die gewerbliche Erbringung der Dienstleistungen ab¹⁷³. Gewerblichkeit ist in diesem Zusammenhang nicht nach der GewO, nach dem UStG oder dem HGB zu beurteilen, sondern muss im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹⁷⁴ ausgelegt werden. Die Tätigkeit muss somit selbständig und regelmäßig erfolgen, es wird aber keine Gewinnerzielungsabsicht gefordert, sondern es reicht das Verfolgen eines wirtschaftlichen Zwecks aus¹⁷⁵.

¹⁶⁹ Winternitz, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 88.

¹⁷⁰ Ab einer Veranlagungsdauer von etwa einem Jahr spricht man von Kapitalmarkt, bei kürzerer Anlagedauer von Geldmarkt.

¹⁷¹ Knobl in Fröhlichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 93.

¹⁷² Pradler/Ortner in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 126.

¹⁷³ Bspw. in § 3 Abs 2 WAG und vor allem in der Ausnahmebestimmung des § 2 Abs 1 Z 12 WAG.

¹⁷⁴ Das Auslegungserfordernis bezieht sich noch auf § 11 WAG 1996.

¹⁷⁵ Knobl in Fröhlichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 96.

4.1. Rechtsträger

Das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 schreibt im 2. Hauptstück - also den Bestimmungen über die organisatorischen Anforderungen - fest, wer die Rechtsträger sind und nennt Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Versicherungsunternehmen sowie Zweigstellen von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten aus Mitgliedstaaten. Im gegenständlichen § 15 WAG werden WPDLU und Kreditinstitute von bestimmten organisatorischen Verpflichtungen befreit. Nähere Definitionen finden sich in den Allgemeinen Bestimmungen des 1. Hauptstücks. Nicht erwähnt sind Angestellte oder Gehilfen des Rechtsträgers. Verstoßen sie gegen die Wohlverhaltensregeln bleibt dies allerdings auch nicht ohne Folgen. Auf zivilrechtlicher Ebene kann deren Verhalten über die Gehilfenhaftung nach den §§ 1313 ff ABGB dem Rechtsträger zugerechnet werden¹⁷⁶.

4.1.1 Kreditinstitute

Kreditinstitute werden im WAG nicht gesondert definiert. Man kann aber davon ausgehen, dass jene Institute vom Begriff des Rechtsträgers erfasst sind, die Bankgeschäfte gem § 1 Abs 1 BWG betreiben. Zudem sind Kreditinstitute zur Durchführung der in § 3 Abs 2 Z 1 bis 3 WAG genannten (wertpapierspezifischen) Tätigkeiten wie Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente und Portfolioverwaltung berechtigt¹⁷⁷. Sie benötigen hier keine WAG Konzession, unterliegen aber den Vorschriften des WAG.

Geschäfte, für die auch das WAG Verhaltensnormen statuiert bzw die der Beaufsichtigung gemäß WAG unterliegen, bleiben für das Kreditinstitut Bankgeschäfte¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 268.

¹⁷⁷ Pradler/Ortner in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 127.

¹⁷⁸ Raschauer in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 184.

4.1.2 Wertpapierfirmen

Der aus dem Englischen (investment firm) abgeleitete Begriff der Wertpapierfirma wird in § 3 WAG definiert als „juristische Person, die ihren Sitz und ihre Hauptverwaltung in Österreich hat und aufgrund dieses Bundesgesetzes berechtigt ist, Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten zu erbringen“. Anbieter, die ihre Tätigkeit auf § 4 WAG, das BWG oder das BörseG gründen, sind keine Wertpapierfirmen. Wie *Brandl/Klausberger*¹⁷⁹ richtig festhalten, ist die deutsche Übersetzung für heimische Begriffe allerdings nicht geglückt, da „Firma“ im österreichischen UGB den Namen eines Unternehmers bezeichnet.

In weiterer Folge zählt das Gesetz die Dienstleistungen auf, die eine solche Wertpapierfirma erbringen darf. Es handelt sich dabei um Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente, Portfolioverwaltung sowie Annahme und Übermittlung von Aufträgen, sofern diese Tätigkeiten ein oder mehrere Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, und das Betreiben eines multilateralen Handelssystems (MTF)¹⁸⁰. Die ersten drei der aufgezählten Tätigkeiten entsprechen dem alten Finanzdienstleistungsgeschäft gem § 1 Abs 1 Z 19 BWG, welches durch das WAG 1996 geschaffen und durch das WAG 2007 wieder aufgehoben wurde. Darüber hinaus sind Wertpapierfirmen befugt, Wertpapier- und Finanzanalysen zu erstellen.

Für die Erbringung der genannten Wertpapierdienstleistungen bedarf es einer Konzession durch die FMA. Eine Gewerbeberechtigung ist nicht notwendig, es steht den Wertpapierfirmen aber offen, eine Gewerbeberechtigung im Hinblick auf eine andere Tätigkeit zu erlangen¹⁸¹. Anders als Wertpapierdienstleistungsunternehmen dürfen Wertpapierfirmen auch grenzüberschreitend in anderen Mitgliedstaaten tätig werden.

¹⁷⁹ *Brandl/Klausberger in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 44.

¹⁸⁰ Zu den einzelnen Dienstleistungen vgl die Ausführungen unter 4.3, Seite 57 ff.

¹⁸¹ *Raschauer in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 186.

4.1.3 Wertpapierdienstleistungsunternehmen

WPDLU sind Unternehmen mit Sitz und Hauptverwaltung im Inland, die nur Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente oder die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, sofern diese Tätigkeiten ein oder mehrere Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, betreiben und dabei nicht mehr als EUR 730.000,- an Umsatzerlösen erzielen. Sie haben gegenüber Wertpapierfirmen Erleichterungen bei den Konzessionserfordernissen¹⁸².

4.1.4 Versicherungsunternehmen

Für Versicherungsunternehmen sind nur ausgewählte Vorschriften des Wertpapieraufsichtsgesetzes anwendbar. Grundsätzlich werden sie zuerst von § 2 Abs 1 WAG ausgenommen, Abs 2 unterwirft sie aber für den Fall der Vermittlung von Investmentfondsanteilen gemäß § 3 Abs 3 VAG der Einhaltung bestimmter taxativ aufgezählter Regelungen. Sie haben die Organisationsvorschriften, die Regelungen betreffend Interessenkonflikte, die Bestimmungen zur Wahrung von Kundeninteressen, Verfahrensvorschriften und Strafbestimmungen einzuhalten. Weiters gelten die Bestimmungen betreffend Auslagerungen und betreffend vertraglich gebundener Vermittler¹⁸³. Nur im Rahmen dieser Einschränkungen gelten Versicherungsunternehmen als Rechtsträger iSd WAG. Andere von § 3 Abs 3 VAG erfasste Tätigkeiten begründen demnach keine Teilanwendung des WAG.

4.1.5 Zweigstellen von Anbietern aus Mitgliedstaaten

In Weiterentwicklung des „single passport“ bzw „single licence“ Prinzips hält MiFID fest, dass Dienstleister durch die zuständige Behörde im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen werden. Mit dieser einmaligen Zulassung sind

¹⁸² Im Detail vgl *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 52 f.

¹⁸³ *Saria* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 35.

Wertpapierfirmen berechtigt, in der gesamten EU Wertpapierdienstleistungen zu erbringen oder Anlagetätigkeiten auszuüben¹⁸⁴. Die FMA führt ein öffentlich zugängliches Verzeichnis der Wertpapierfirmen aus anderen Mitgliedstaaten, die berechtigt sind, über Zweigstellen aber auch im Wege der Dienstleistungsfreiheit, in Österreich Wertpapierdienstleistungen anzubieten.

Eine Zweigstelle ist eine Betriebsstelle, die einen rechtlich unselbständigen Teil einer Wertpapierfirma bildet und unmittelbar sämtliche Geschäfte oder einen Teil der Geschäfte betreibt, die mit der Tätigkeit der jeweiligen Wertpapierfirma verbunden sind¹⁸⁵. Nebendienstleistungen dürfen nicht ausschließlich, sondern nur zusätzlich zu Wertpapierdienstleistungen ausgeführt werden. Im Gegensatz zur Zweigstelle dient eine Repräsentanz lediglich zur Unterstützung und Außenwerbung (promotional purposes)¹⁸⁶. Es werden von der Repräsentanz keine Wertpapierdienstleistungen erbracht.

In Bezug auf Zweigstellen wird das Herkunftsmitgliedstaatsprinzip durchbrochen und es soll die Behörde zuständig sein, die auf Grund der größeren Nähe zur Zweigstelle besser in der Lage ist, Verstöße aufzudecken und zu ahnden¹⁸⁷. Zu den von der Zweigstelle einzuhaltenden gesetzlichen Bestimmungen zählen auch die Wohlverhaltensregeln¹⁸⁸.

Anders verhält es sich bei Tätigwerden im Wege der Dienstleistungsfreiheit. In diesem Fall sind immer die nationalen gesetzlichen Regelungen des Herkunftsmitgliedstaates anzuwenden¹⁸⁹.

¹⁸⁴ Pradler/Ortner in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 108.

¹⁸⁵ § 1 Z 21 BWG iVm § 2 Z 16 BWG.

¹⁸⁶ CESR, Recommendation for the implementation of Directive 2004/39/EC; (CESR/07-337), (2007), Recommendation n° 13.

¹⁸⁷ Pradler/Ortner in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 112.

¹⁸⁸ Europäische Kommission, Markt/G/3/MV D (2007)/2386.

¹⁸⁹ Pradler/Ortner in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 114.

In § 9 BWG finden sich den Bestimmungen des WAG für Wertpapierfirmen entsprechende Regelungen in Bezug auf Kreditinstitute aus Mitgliedstaaten. Auch sie haben die Wohlverhaltensregeln einzuhalten¹⁹⁰.

4.1.6 Vertraglich gebundene Vermittler und Finanzdienstleistungsassistenten

Laut § 28 WAG können sog vertraglich gebundene Vermittler für einzelne Kreditinstitute oder Wertpapierfirmen bestimmte Dienstleistungen erbringen¹⁹¹. Der vertraglich gebundene Vermittler - in Betracht kommen sowohl juristische als auch natürliche Personen - muss über eine gewerberechtliche Berechtigung¹⁹² verfügen. Er erbringt die Dienstleistung unter der Konzession des Rechtsträgers und ist berechtigt, solche Wertpapierdienstleistungen bzw Nebendienstleistungen zu erbringen, die vom Konzessionsumfang des vertretenen Unternehmens gedeckt sind¹⁹³.

*Bröker*¹⁹⁴ hält fest, dass es nun mit Umsetzung der MiFID auch in Österreich gesetzliche Regelungen zu den gebundenen Vermittlern, mit denen man in Deutschland schon lange Erfahrung gemacht hat, gibt und begrüßt den Umstand, dass sich diese Rechtsträger die Rechtsform, in der sie auftreten, selbst wählen können.

Um bestehende Vertriebsstrukturen aufrecht zu halten¹⁹⁵, hat auch der „Finanzdienstleistungsassistent neu“ Aufnahme im Wertpapieraufsichtsgesetz gefunden¹⁹⁶. Finanzdienstleistungsassistenten sind natürliche Personen, die dem

¹⁹⁰ § 9 Abs 7 BWG.

¹⁹¹ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 6 f.

¹⁹² Als „gewerblicher Vermögensberater“ nach § 136a GewO.

¹⁹³ *Kreisl in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 214.

¹⁹⁴ *Bröker*, Vertraglich gebundene Vermittler – eine grenzüberschreitende Betrachtung, ZFR 2008, 91 (96).

¹⁹⁵ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 7.

¹⁹⁶ § 2 Abs 1 Z 15 WAG.

Gewerberecht¹⁹⁷ unterliegen und im Inland für einen oder mehrere Rechtsträger tätig werden können. Sie dürfen die Dienstleistung der Anlageberatung und der Annahme und Vermittlung von Kundenaufträgen hinsichtlich bestimmter Finanzinstrumente - im Wesentlichen handelt es sich um Aktien, Anleihen, Zertifikate auf diese Wertpapiere und Fondsanteile - für den Vertretenen durchführen¹⁹⁸.

Bezüglich der in der GewO für die Tätigkeiten der vertraglich gebundenen Vermittler bzw Finanzdienstleistungsassistenten verwendeten Ausnahme von der Ausnahme ist nach *Raschauer*¹⁹⁹ der Gesetzgeber einem Missverständnis erlegen, da der Finanzdienstleistungsassistent ja gerade vom Anwendungsbereich des WAG ausgenommen ist, was eine Ausnahme von der Ausnahme überflüssig macht. Im Ergebnis ist aber klar, dass sowohl vertraglich gebundene Vermittler als auch Finanzdienstleistungsassistenten eine Gewerbeberechtigung benötigen. Ersterer als gewerblicher Vermögensberater, letzterer übt ein freies Gewerbe aus.

Der Rechtsträger haftet gem § 1313a ABGB für jede Handlung oder Unterlassung der genannten Gehilfen und muss ihre Tätigkeit überwachen. Er muss alle Maßnahmen ergreifen, um sicher zu stellen, dass der Vertreter rechtskonform tätig ist und vor allem Beeinträchtigungen von Kundeninteressen hintangehalten werden²⁰⁰. Wichtig ist in diesem Fall, dass vor Abschluss des Geschäfts dem Kunden das Vertretungsverhältnis offengelegt wird und ihm bewusst ist, dass der Rechtsträger sein Vertragspartner wird. Geschieht dies nicht ist eine direkte Haftung des Vertreters dem Kunden gegenüber aus einem Auskunftsvertrag möglich²⁰¹. Zudem sind sowohl der vertraglich gebundene

¹⁹⁷ Entweder Berechtigung als „gewerblicher Vermögensberater“ oder Berechtigung zur Ausübung des freien Gewerbes des Finanzdienstleistungsassistenten nach § 2 Abs 1 Z 14 GewO.

¹⁹⁸ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 8.

¹⁹⁹ *Raschauer in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 183.

²⁰⁰ *Kreisl in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 215.

²⁰¹ *Brand*, Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Namen und auf Rechnung von Wertpapierdienstleistern und Versicherungen, *ecolex* 2001, 597 (598).

Vermittler als auch der Finanzdienstleistungsassistent in ein bei - und nicht von - der FMA geführtes Register einzutragen.

Im Zuge der anstehenden Rechtsstreitigkeiten betreffend der Beratungsqualität im Zusammenhang mit Immobilienwertpapieren durch Strukturvertriebseinheiten hat die FMA vom Gesetzgeber - eine entsprechende EntschlieÙung des Nationalrats liegt vor - die Abschaffung der Finanzdienstleistungsassistenten gefordert. Der Fachverband Finanzdienstleister der WKO lehnt dies ab und schlägt als Alternative die Umwandlung des derzeit freien Gewerbes in ein sog „reglementiertes Gewerbe“ mit Berufseignungsprüfung vor²⁰². Gegen eine komplette Abschaffung der Finanzdienstleistungsassistenten sprechen neben wirtschaftlichen Gründen vor allem verfassungsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte²⁰³. Die von der WKO genannte Variante erscheint als sinnvolle Alternative. Jedenfalls wäre eine Prüfung wünschenswert, da viele der tätig werdenden Berater in der Tat über keinerlei Erfahrung im Veranlagungsbereich verfügen und die Qualität der Beratung nicht immer optimal ist.

²⁰² Presseaussendung der WKO vom 21.01.2009.

²⁰³ Dazu ausführlich *Winternitz/Steinmair*, Finanzdienstleistungsassistent – deleted or reloaded?, ZFR 2009, 8 (10 ff).

4.2 Ausnahmen

In § 2 Abs 1 zählt das WAG eine Reihe von natürlichen und juristischen Personen auf, für die seine Bestimmungen nicht gelten.

Ausgenommen sind Personen, die Tätigkeiten für fremde Rechnung erbringen ohne dabei am Markt für Finanzdienstleistungen teilzunehmen, da hier ein entsprechendes Schutzbedürfnis fehlt²⁰⁴. Gegenausnahmen sind das Market Making und organisierter systematischer Handel auf eigene Rechnung außerhalb eines geregelten Marktes oder MTF, da dabei andere Marktteilnehmer berührt werden. Ebenso wenig ist das WAG auf Personen anwendbar, die im Zuge ihrer beruflichen Tätigkeit gelegentlich Wertpapierdienstleistungen erbringen, sofern ihre (Haupt)Tätigkeit durch Gesetze oder Landesregeln normiert ist²⁰⁵.

Auch auf die Österreichische Nationalbank und die Österreichische Bundesfinanzierungsagentur sowie auf Pensionskassen und Mitarbeiter-vorsorgekassen finden die Bestimmungen des Wertpapieraufsichtsgesetzes keine Anwendung.

Genauso sind Unternehmen ausgenommen, die einer Haupttätigkeit als Warenproduzent oder -händler nachgehen und diese Geschäftsrisiken durch Eigengeschäfte absichern wollen²⁰⁶. Als Beispiel seien Energieversorgungsunternehmen genannt. Gleiches gilt für Personen, die als Haupttätigkeit Handel für eigene Rechnung mit Waren oder Warenderivaten betreiben, sofern sie nicht Teil einer Unternehmensgruppe sind, deren Haupttätigkeit in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder von Bankgeschäften besteht.

²⁰⁴ Saria in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 36.

²⁰⁵ Beispiele hierzu sind Rechtsanwälte und Notare.

²⁰⁶ Saria in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 39.

Auch die sog „Lokalen Firmen“ sind vom WAG ausgenommen. Ihre eingegrenzten²⁰⁷ Tätigkeiten dürfen sich aber nur an andere Marktmittglieder richten und für die Erfüllung der abgeschlossenen Geschäfte muss eine Haftung der Clearingmitglieder vorliegen. Richtet sich die Tätigkeit hingegen an eine breite Öffentlichkeit, liegt Market Making vor und es ist eine Konzession notwendig.

Nicht den Bestimmungen des Wertpapieraufsichtsgesetzes unterliegen alle Tätigkeiten, die nicht gewerblich erbracht werden. Konkret nennt das Gesetz in § 2 Abs 1 Z 12 die Vergütung in Zusammenhang mit der Anlageberatung. Wird Anlageberatung durchgeführt und liegt in diesem Punkt nicht der Schwerpunkt der beruflichen Tätigkeit und wird die Anlageberatung nicht als solche gesondert vergütet, kommt das WAG nicht zur Anwendung. Zur Gewerblichkeit sei an dieser Stelle auch auf die obigen Ausführungen verwiesen²⁰⁸.

Ebenso von der Anwendung des Wertpapieraufsichtsgesetzes ausgenommen sind die bereits beschriebenen Finanzdienstleistungsassistenten²⁰⁹.

Zum einen nimmt § 2 Abs 1 Z 1 WAG Versicherungsunternehmen von seinen Bestimmungen aus, normiert aber in Abs 2 für Versicherungsunternehmen, welche die Vermittlung von Investmentfondsanteilen nach § 3 Abs 3 VAG durchführen, die Anwendbarkeit einiger Bestimmungen. Es handelt sich dabei unter anderem um die organisatorischen Vorschriften, die Regelungen bezüglich Interessenkonflikte und die Bestimmungen zur Wahrung von Kundeninteressen. Somit haben Versicherungsunternehmen, die Investmentfondsanteile vermitteln, auch Teile der Wohlverhaltensregeln anzuwenden²¹⁰.

²⁰⁷ Vgl § 2 Abs 1 Z 14 lit a bis c.

²⁰⁸ Vgl dazu die Ausführungen unter 4, Seite 47.

²⁰⁹ Vgl dazu die Ausführungen unter 4.1.6, Seite 52 ff.

²¹⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 4.1.4, Seite 50.

Ähnlich verhält es sich bei Kapitalanlagegesellschaften. Grundsätzlich sind Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien gem § 2 Abs 1 Immo-InvFG von den Bestimmungen des WAG ausgenommen. Kapitalanlagegesellschaften gem § 2 Abs 1 InvFG sind nur vorbehaltlich einer Gegen Ausnahme ausgenommen. Betreibt eine KAG die Dienstleistung der Anlageberatung betreffend Finanzinstrumente oder die der Portfolioverwaltung, so kommt es zu einer Teilanwendung des WAG. Auch in diesem Fall sind die organisatorischen Vorschriften und Bestimmungen zur Wahrung von Kundeninteressen betroffen, womit für Kapitalanlagegesellschaften, welche Anlageberatung oder Portfolioverwaltung anbieten, zumindest teilweise die Wohlverhaltensregeln gelten.

4.3 Dienstleistungen

Die Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bezieht sich auf Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen. Die Pflicht zum Handeln im Interesse des Kunden besteht somit unterschiedslos bei jeder Dienstleistung, auch wenn einzelne Ausführungsbestimmungen nach Dienstleistungssparten differenzieren²¹¹.

4.3.1 Wertpapierdienstleistungen

Das WAG unterscheidet in § 3 Abs 2 vier Arten von konzessionspflichtigen Wertpapierdienstleistungen:

- die Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente,

Die Anlageberatung wurde erst mit MiFID in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen aufgenommen, nachdem sie bisher nur als Nebendienstleistung eingestuft wurde. Nun kommt ihr aber sehr große

²¹¹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 269.

Bedeutung zu. In den Erwägungsgründen der Richtlinie wird von der wachsenden Abhängigkeit der Anleger von persönlichen Empfehlungen gesprochen und der Schluss gezogen, dass die Erbringung einer derartigen Dienstleistung einer Zulassung bedarf. Unter Anlageberatung versteht man in diesem Zusammenhang die konkrete persönliche Empfehlung an einen Kunden. Generelle Empfehlungen über öffentliche Kanäle oder Ratschläge über die Geeignetheit einer Kapitalanlage im Allgemeinen stellen keine Anlageberatung dar²¹².

- die Portfolioverwaltung durch Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen einer Vollmacht des Kunden, sofern das Kundenportfolio ein oder mehrere Finanzinstrumente enthält,
- die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, sofern diese Tätigkeit ein oder mehrere Finanzinstrumente zum Gegenstand hat,
- der Betrieb eines Multilateralen Handelssystems (MTF).

Neben den genannten Dienstleistungen kennt das Wertpapieraufsichtsgesetz noch weitere Wertpapierdienstleistungen, die keiner Konzession nach WAG bedürfen, sondern vielmehr einer solchen nach BWG, wobei aber gewisse Teile des WAG auch hier Geltung haben²¹³. Dabei handelt es sich um:

- die Ausführung von Aufträgen auf Rechnung des Kunden,
- den Handel für eigene Rechnung,
- die Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung und

²¹² Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 7 f.

²¹³ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 9.

- die Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung.

Alle diese Dienstleistungen werden in § 1 Z 2 lit a-h aufgezählt. Der letzte Satz der Bestimmung unterscheidet zwischen Wertpapierdienstleistung einerseits und Anlagetätigkeit andererseits. Entscheidend ist, ob die angeführten Tätigkeiten für Dritte erbracht werden. Wenn dem so ist, liegt eine Wertpapierdienstleistung vor²¹⁴.

Aus dem reinen Wortlaut des Gesetzes ist nicht ersichtlich, ob es sich bei der dargestellten Auflistung der Geschäfte um eine demonstrative oder um eine taxative Aufzählung handelt. Wäre es eine demonstrative, würde dies bedeuten, dass auch nicht aufgezählte Dienstleistungen, die mit Wertpapieren oder sonstigen Veranlagungen des Vermögens von Kunden in Zusammenhang stehen, dem Regime des WAG unterliegen würden. Hier ist *Saria*²¹⁵ zu folgen, der meint, dass es sich um eine offenkundig taxative Liste von Tätigkeiten handelt. Die genaue Aufzählung bestimmter Dienstleistungen wäre wohl auch sinnlos, sollten alle Arten der Vermögensveranlagung erfasst sein.

4.3.2 Wertpapiernebenleistungen

Das Wertpapieraufsichtsgesetz nennt in § 1 Z 3 die folgenden Wertpapiernebenleistungen:

- die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung von Kunden,

²¹⁴ *Saria* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 14.

²¹⁵ *Saria* ebenda.

- die Gewährung von Krediten oder Darlehen an Anleger für die Durchführung von Geschäften mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten, sofern das kredit- oder darlehensgewährende Unternehmen an diesen Geschäften beteiligt ist,
- die Beratung von Unternehmen hinsichtlich der Kapitalstrukturierung, der branchenspezifischen Strategie sowie Beratung und Dienstleistung bei Unternehmensfusionen und -übernahmen,
- Devisengeschäfte, wenn diese in Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen stehen,
- die Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Wertpapier- oder Finanzanalysen oder sonstiger Formen allgemeiner Empfehlungen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten betreffen,
- Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme von Emissionen für Dritte,
- Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten sowie Wertpapiernebendienstleistungen betreffend Waren, Klimavariablen, Frachtsätze, Emissionsberechtigungen, Inflationsstatistiken und andere offizielle Wirtschaftsstatistiken, sofern diese als Basiswerte von Derivaten verwendet werden und sie mit der Erbringung der Wertpapierdienstleistung, Anlagetätigkeit oder der Wertpapiernebendienstleistung in Zusammenhang stehen.

4.4 Finanzinstrumente

Die konzessionspflichtigen Wertpapierdienstleistungen müssen Finanzinstrumente, die nun auch eigens im WAG definiert werden²¹⁶, zum Gegenstand haben. Im Einzelnen handelt es sich dabei um:

- übertragbare Wertpapiere mit Ausnahme von Zahlungsmitteln wie etwa Aktien, Schuldverschreibungen oder sonstige Wertpapiere die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen,

Übertragbar bedeutet in diesem Zusammenhang Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt. Unter die ausgenommenen Zahlungsmittel fallen nicht nur Geld, sondern auch andere liquide Mittel mit Zahlungsfunktion²¹⁷.

- Geldmarktinstrumente mit Ausnahme von Zahlungsmitteln wie etwa Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und Commercial Papers,
- Anteile an in- und ausländischen Kapitalanlagefonds bzw Immobilienfonds oder ähnliche Einrichtungen,

Im deutschen WpHG sind die Investmentfondsanteile nicht unter dem Begriff der Finanzinstrumente erfasst²¹⁸. In der Richtlinie wird von „Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen“ gesprochen. Dieser scheinbare Widerspruch lässt sich *Saria*²¹⁹ folgend mit richtlinienkonformer Interpretation auflösen, indem der in § 1 Z 6 lit c verwendete Begriff der „ähnlichen Einrichtungen“ entsprechend dem gemeinschaftsrechtlichen Begriff ausgelegt wird.

²¹⁶ § 1 Z 4 bis 7 WAG.

²¹⁷ *Saria* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 19.

²¹⁸ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 13.

²¹⁹ *Saria* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 19.

- Optionen, Terminkontrakte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder –erträge, finanzielle Indizes, Waren sowie Derivate, Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken, finanzielle Differenzgeschäfte, Klimavariablen und Inflationsraten oder andere offizielle Wirtschaftsstatistiken,

Mit der MiFID werden nun Dienstleistungen im Zusammenhang mit Warenderivaten - die bisher nicht vom (alten) WAG erfasst waren -, sofern sie an einem geregelten Markt oder börseähnlich (also kein OTC-Handel) gehandelt werden, in die Liste der Finanzinstrumente aufgenommen²²⁰. Eine diesbezügliche gesetzliche Regelung war auch bisher schon wünschenswert²²¹. Bei Warenderivaten, die auf eine effektive Lieferung des Basiswertes abzielen, liegt hingegen kein Finanzgeschäft sondern ein kommerzielles Geschäft vor und MiFID ist darauf nicht anwendbar²²². Ebenso gelten Energie- und Stromderivate nicht als Finanzinstrumente²²³.

Neben der Definition der einzelnen Finanzinstrumente legt das WAG in § 1 Z 7 als weitere Unterteilung auch fest, bei welchen Instrumenten es sich um sogenannte nicht komplexe Finanzinstrumente handelt²²⁴.

Im Wesentlichen sind hiervon umfasst:

- Aktien, die an einem geregelten Markt oder einer anerkannten Börse eines Drittlandes zugelassen sind,

²²⁰ Forstinger/Pradler, Der aktuelle Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (ISD2), ÖBA 2004, 329 (333).

²²¹ Oppitz, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-) Derivaten, ÖBA 1999, 949 (950).

²²² Marenzi/Sindelar, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 12.

²²³ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 11.

²²⁴ Von besonderer Bedeutung ist diese Kategorie der Finanzinstrumente beim reinen Ausführungsgeschäft. Vgl dazu die Ausführungen unter 7.4.2, Seite 198.

- verbrieft Schuldtitel, ausgenommen es ist ein Derivat eingebettet,
- Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen,
- andere als die genannten Finanzinstrumente außer Derivate, sofern sie leicht und zu Marktpreisen bzw durch emittentenunabhängige Bewertungssysteme festgestellten Preisen veräußerbar sind und in angemessenem Umfang Informationen über ihre Merkmale - nach denen ein durchschnittlicher Privatkunde in die Lage versetzt wird, eine Anlageentscheidung zu treffen - öffentlich verfügbar sind.

5. Regelungsinhalt

5.1 Regelungsschwerpunkte

Wie bereits gezeigt, sollen die Wohlverhaltensregeln dem Kundenschutz dienen. Es soll sichergestellt werden, dass der Anleger die Informationen erhält, die nötig sind, um eine vernünftige Entscheidung treffen zu können. Darüber hinaus muss ein Rechtsträger überprüfen, ob der Kunde die Voraussetzungen besitzt, eine vernünftige Entscheidung treffen zu können. Dieser Gedanke ist allerdings nur partiell paternalistisch, da es nach erfolgter Warnung durch den Anbieter dem Kunden frei steht, die Dienstleistung in Anspruch zu nehmen²²⁵. Dementsprechend stellt das WAG 2007 detaillierte und im Vergleich zu seinem Vorgänger auch verschärfte Regeln auf. *Brandl/Klausberger*²²⁶ führen in ihrer Übersicht über die einzelnen Verpflichtungen Interessenwahrungspflichten, Informationspflichten, Beratungspflichten, Berichtspflichten und Dokumentationspflichten an. Wie bereits dargelegt, sollten nach Meinung des Verfassers dieser Arbeit auch die bei der Orderausführung zu beachtenden Pflichten zu den Wohlverhaltensregeln gezählt werden. Auch betreffend der engen Verbindung zwischen Wohlverhaltensregeln und Organisationsvorschriften - die im WAG 1996 ja sogar noch Teil ersterer waren - ist auf die obigen Ausführungen²²⁷ zu verweisen.

Neu ist im Gesetz die Abstufung der Pflichten nach Art der Dienstleistung und nach Kundenkategorie²²⁸. Dementsprechend wichtig sind die Definitionen der einzelnen Dienstleistungen und die Bestimmungen zur Kundenklassifizierung.

²²⁵ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 481.

²²⁶ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 269 ff.

²²⁷ Vgl dazu die Ausführungen unter 3.1, Seite 25.

²²⁸ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 88.

Nur nach erfolgter und richtiger Einteilung der Anleger in die entsprechende Kategorie weiß der Dienstleister, welche Verpflichtungen er einzuhalten hat.

Wie schon § 13 Z 1 WAG 1996 stellt nun in Umsetzung der MiFID auch § 38 WAG 2007 eine allgemeine Regel für das Verhalten von Anbietern auf. Die einzelnen Pflichten werden danach in den folgenden Paragraphen konkretisiert. Diese Generalklausel bildet die allgemeine Richtschnur für das Verhalten der Rechtsträger bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen²²⁹. Die anknüpfenden Sondertatbestände regeln, unter welchen Umständen jedenfalls ein Verstoß gegen die allgemeine Verpflichtung vorliegt, bzw welche weiteren Bestimmungen von den Anbietern einzuhalten sind. *Gruber*²³⁰ sieht die Frage, ob es sich bei § 38 WAG 2007 um eine Generalklausel handelt oder nicht differenzierter. Einerseits spricht die Tatsache, dass der gegenständliche Paragraph mit „Allgemeine Pflichten“ eine eigene Überschrift hat und dass CESR Art 19 Abs 1 MiFID für einen eigenen Pflichtentatbestand hält, gegen eine bloße Generalklauselfunktion. Außerdem stützt sich Art 26 DurchführungsRL ausdrücklich auf Art 19 Abs 1 MiFID und übereinstimmend § 39 Abs 1 WAG 2007 auf § 38 WAG 2007. Gleichzeitig hält er fest, dass das Wort „insbesondere“ auch ein Indiz dafür sein kann, dass Art 19 Abs 1 MiFID nicht nur einen eigenständigen Pflichtentatbestand normiert, sondern „funktional doch wieder einer Generalklausel ähnlich - als allgemeine Auslegungsrichtlinie für die einzelnen Pflichten und überhaupt das Verhalten der Wertpapierfirma ihren Kunden gegenüber dient“²³¹. *Graf*²³² nimmt in dieser Frage eine vermittelnde Position ein und meint, dass § 38 zwar eigenständige Pflichten normiert, allerdings auch dem juristischen Sprachgebrauch folgend als Generalklausel bezeichnet werden kann.

²²⁹ *Brandl/Klausberger in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 266.

²³⁰ *Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 98 f.

²³¹ *Gruber ebenda*.

²³² *Graf in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 480.

Jedenfalls hält diese allgemeine Wohlverhaltenspflicht fest, dass die Anbieter bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen bzw. Nebendienstleistungen ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse der Kunden handeln müssen. Im Vergleich zur Formulierung des § 13 Z 1 WAG 1996, in dem Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit gefordert wurde, geht die Tendenz nun mehr in Richtung einer Fürsorge- und Interessenwahrungspflicht²³³. Der Anbieter muss nicht nur das bestehende Informationsgefälle ausgleichen, sondern er hat sein überlegenes Wissen ausschließlich im Interesse des Kunden anzuwenden.

Die Sondertatbestände behandeln das Gewähren und die Annahme von Vorteilen, Informationen für Kunden, Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen, Berichtspflichten und die bestmögliche Orderausführung. Der zentrale Punkt der Wohlverhaltensregeln ist die Verpflichtung der Rechtsträger, ihren Kunden angemessene und ausreichende Informationen zur Verfügung zu stellen, um sie in die Lage zu versetzen, selbständig eine Anlageentscheidung treffen zu können. Im Zuge dessen muss die Eignung bzw. die Angemessenheit der Dienstleistung festgestellt werden, was nur durch Einholen von Informationen vom Kunden möglich ist. Der Informationsfluss erfolgt also in beide Richtungen.

Angemerkt sei an dieser Stelle die Tatsache, dass der neue „Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007)“ in seiner Einführung unter „Grundlagen und Anwendungsbereich“ wortwörtlich den Text des alten Leitfadens (zum WAG 1996) wiedergibt, obwohl sich die verwendeten Formulierungen so nicht mehr im Gesetz wiederfinden und auch, wie bereits ausgeführt, die Zielrichtung der allgemeinen Wohlverhaltenspflicht eine andere ist. Viel Mühe hat man sich hier offenbar nicht gemacht²³⁴.

²³³ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 101 f.

²³⁴ Vgl. dazu die Ausführungen unter 5.2.1, Seite 69 ff.

Was den Wohlverhaltensregeln des WAG 2007 im Vergleich zum WAG 1996 gänzlich fehlt sind Konsumentenschutz- bzw Schadenersatzbestimmungen wie sie in den §§ 12 bzw 15 WAG 1996 enthalten waren.

Allerdings haben die Regeln über die Informationspflichten des Wertpapieraufsichtsgesetzes durch ihre bestehende Informationsdefizite ausgleichende Funktion Parallelen im Verbraucherrecht. Die Grenzen zwischen Verbraucher- und Anlegerschutz sind insofern verschwimmend. Das System der Kundenkategorisierung ist aber flexibler als die starre Unterscheidung zwischen Unternehmer und Verbraucher²³⁵. Im WAG 1996 waren die Verbraucherschutzbestimmungen mitten in den Wohlverhaltensregeln angesiedelt, wenngleich sie nicht Bestandteil derselben waren. Im WAG 2007 sind nun echte Verbraucherschutzbestimmungen im Anschluss an die Wohlverhaltensregeln und die Bestimmungen zur Kundenkategorisierung im 12. Hauptstück angesiedelt.

Ebenso gibt es keine dem § 15 WAG 1996 entsprechende Regelung. Dies ist darauf zurückzuführen, dass MiFID keine Vorgaben hinsichtlich zivilrechtlicher Sanktionen enthält, sondern lediglich verwaltungsrechtliche Sanktionen vorsieht. Wie *Gruber* aber richtigerweise festhält, sind zivilrechtliche Folgen einer Pflichtverletzung „nicht nur zulässig, sondern vielmehr zur effektiven Umsetzung der MiFID sogar notwendig“²³⁶. Aufgrund des Bekenntnisses zum Anlegerschutz haben nach der Rechtsprechung des EuGH die innerstaatlichen Sanktionen verhältnismäßig und abschreckend zu sein. Dementsprechend wird auch ein haftungsrechtlicher Schutz der Vermögensinteressen zu gewährleisten sein²³⁷.

²³⁵ *Brandl/Klausberger in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 265.

²³⁶ *Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 152.

²³⁷ *Gruber*, ebenda.

5.2 Auslegung

Waren vor allem die allgemeinen, auf Art 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie beruhenden, Verhaltenspflichten der Wohlverhaltensregeln nach § 13 WAG 1996 in der Praxis sehr konkretisierungs- und auslegungsbedürftig, so gilt dies, wenn auch - aufgrund des erhöhten Detaillierungsgrades - nicht mehr in gleichem Ausmaß, auch für die Wohlverhaltensregeln des WAG 2007.

Zur Auslegung der Wohlverhaltensregeln wurden der alte „Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz – Ergänzende Empfehlungen zu den Verhaltensregeln zur Anlageberatung“ der WKO²³⁸ herangezogen.

Weitere unverzichtbare Hilfestellung boten das vom Committee of European Securities Regulators (CESR) im April 2002 herausgegebene Papier zur Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln²³⁹ sowie eine im Juli desselben Jahres publizierte Ergänzung betreffend die Professionalität des Kunden²⁴⁰.

Bei der Auslegung ebenfalls zu beachten war eine Mitteilung der Europäischen Kommission (EK) zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Artikel 11 der ISD²⁴¹. Sie war der erste Beitrag zur Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen²⁴².

²³⁸ In *Feuchtmüller/Lucius/Schaffer*, Börsengesetz und WAG (1999), 276 ff.

²³⁹ *CESR*, A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of Conduct Business Rules; (CESR/01-014d), April 2002.

²⁴⁰ *CESR*, A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes; (CESR/02-098b), July 2002.

²⁴¹ Mitteilung der Kommission – Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (93/22/EWG); KOM (2000) 722 endg Mitteilung der Kommission vom 14. November 2000.

²⁴² KOM (1999) 232 endg vom 11.5.1999: Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan.

Ungeachtet dessen, dass mittlerweile MiFID und WAG 2007 zu beachten sind, sind die angeführten Auslegungshilfen immer noch von Bedeutung. Es sind aber auch weitere Dokumente, die Hilfestellung für die Anwendung der Wohlverhaltensregeln bieten, dazu gekommen. Es sind dies der neue „Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007)“ der WKO, die „Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Standards für Verfahren und Maßnahmen zur Bewältigung von Interessenkonflikten und über Informationen für Kunden bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (Interessenkonflikte- und Informationen für Kunden-Verordnung – IIKV)“²⁴³ sowie „A consumer`s guide to MiFID – Investing in financial products“ des CESR und auch andere vom Committee herausgegebene Papiere²⁴⁴.

5.2.1 „Leitfaden“, „IIKV“ und Europäische Kommission

Beim alten wie auch beim neuen WAG-Leitfaden handelt es sich um rechtlich unverbindliche aber allgemein anerkannte Empfehlungen der Wirtschaftskammer Österreich an alle Kreditinstitute, die zusammengefassten Regeln einzuhalten. Der erste Leitfaden stellt eine Ergänzung der Anlageberaterregeln, also der Verhaltensregeln der Bundeskreditsektion der WKO²⁴⁵, dar, die im Bericht des parlamentarischen Finanzausschusses bei der Beschlussfassung zu § 13 Abs 3 WAG 1996 ausdrücklich anerkannt wurden²⁴⁶.

Die Empfehlungen der Anlageberaterregeln konkretisieren die vorausgesetzten Sorgfaltspflichten und sind als Verkehrssitte iSd § 914 ABGB zu qualifizieren²⁴⁷.

²⁴³ In *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 274 ff.

²⁴⁴ Zur Rolle des CESR vgl die Ausführungen unter 5.2.2, Seite 72 ff.

²⁴⁵ Vgl dazu die Ausführungen unter 3.2.2, Seite 44 f.

²⁴⁶ *Rudorfer*, Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln des WAG, ÖBA 1998, 458 (458).

²⁴⁷ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (6).

Welser²⁴⁸ vergleicht sie mit den FIS-Regeln und hält fest, dass solche privaten „Verhaltenskataloge“ durchaus von Bedeutung sind, da sich im Laufe der Zeit eine Verkehrsübung herausbilden kann, die von sorgfältigen Menschen beachtet werden muss. Die in den Empfehlungen ausgedrückten Usancen dürfen „weder von Gerichten noch von Verwaltungsbehörden außer acht gelassen“²⁴⁹ werden. Haftungsrechtlich sind solche Dokumente durchaus Ausdruck des „redlichen Verkehrs“ und nach Treu und Glauben beachtlich. Aufsichtsrechtlich jedoch sind sie keine Grundlagen für Maßnahmen, sondern allenfalls generelle Sachverständigenempfehlungen, die im Einzelfall begründet und behördlich gewürdigt werden müssen.

Der Leitfaden hat eine österreichweite einheitliche Umsetzung der Wohlverhaltensregeln zum Ziel und beschreibt einen Standard²⁵⁰, der sicherstellen soll, dass die gesetzlichen Bestimmungen des WAG beachtet werden und versteht sich dabei als Anleitung zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln für den Praktiker²⁵¹.

Auch wenn, wie bereits beanstandet, der neue Leitfaden in seiner Einführung noch auf das WAG 1996 Bezug nimmt, so behandelt er in weiterer Folge alle wichtigen Punkte der Wohlverhaltensregeln des WAG 2007 und gibt den Rechtsträgern einen sehr guten Überblick über die wichtigsten Definitionen und vor allem über die bei der Erbringung der Dienstleistung einzuhaltenden Pflichten.

Genauso wie der Leitfaden hat auch die Richtlinie des deutschen Bundesamts für Wertpapierhandel (BAWe, mittlerweile aufgegangen in der Bundesanstalt für

²⁴⁸ Welser, Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes, *ecolx* 1995, 79 (81).

²⁴⁹ Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 141.

²⁵⁰ Zu den einzelnen Mindeststandards und Empfehlungen des Leitfadens vgl die Übersicht bei Winternitz, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 93.

²⁵¹ Rudorfer, Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln des WAG, *ÖBA* 1998, 458 (458).

Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin)²⁵² keinen Rechtsnormcharakter. Allerdings überwacht das Aufsichtsamt, bzw sein Rechtsnachfolger, die Einhaltung der Regeln des WpHG, weshalb diese Verwaltungsrichtlinien, wie *Arendts*²⁵³ im Zusammenhang mit den besonderen Verhaltenspflichten richtig festhält, in der Praxis jedenfalls zur Konkretisierung nicht nur der Tatbestandsvoraussetzungen, sondern aller auslegungsbedürftigen Bestimmungen, beitragen.

Möllers führt in dieser Frage aus, dass „die von der BaFin erlassenen Leitfäden, Verlautbarungen, Bekanntmachungen, Rundschreiben, und sonstige Schreiben ... als schlichtes Verwaltungshandeln bzw norminterpretierende Verwaltungsvorschriften einzustufen“ sind und rechtlich „mit der Unverbindlichkeit von Meinungen der Rechtsliteratur verglichen“²⁵⁴ werden und somit „soft law“ bilden. Richtigerweise hält er weiter fest, dass sich die Marktteilnehmer aber sehr wohl an solchen Verlautbarungen orientieren und diese beachten, womit ihnen „ein hohes Maß an faktischer Bindungswirkung“²⁵⁵ zukommt.

Anderes gilt für die IIKV der FMA. Diese Verordnung, die Standards für den Bereich der Interessenkonflikte und den Bereich der Informationen an Kunden festlegt, stützt sich unmittelbar auf die in § 35 Abs 4 bzw § 41 Abs 3 WAG 2007 enthaltene Verordnungsermächtigung, die notwendig ist, um die Standards an die jeweiligen Bedürfnisse der Praxis anzupassen²⁵⁶. Somit entfaltet sie für die Rechtsträger rechtlich verbindliche Wirkung. Die FMA übernimmt hier weitgehend die Formulierungen der MiFID-DRL, was im Falle der Informationsanforderungen ihren Gestaltungsspielraum erheblich einschränkt²⁵⁷ und im Falle der

²⁵² 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 (2001).

²⁵³ *Arendts*, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (776).

²⁵⁴ *Möllers* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 66.

²⁵⁵ *Möllers* ebenda.

²⁵⁶ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 242.

²⁵⁷ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 301.

Interessenkonflikte dazu führt, dass sie auf „hoher Abstraktionsebene“ bleibt und den Rechtsträgern die Wahl der konkreten Maßnahmen überlässt²⁵⁸.

Die Mitteilung der EK zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln enthält einen Überblick über die Umsetzung der Wohlverhaltensregeln in den einzelnen Mitgliedstaaten und gibt Anhaltspunkte, wie die Regelungen angewendet werden könnten, um die grenzüberschreitende Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu erleichtern. Die hier offengelegten Mängel haben die Diskussion über eine Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vorgegeben²⁵⁹.

Die Kommissionsmitteilung übernimmt die Kategorisierung der Anleger aus dem Empfehlungspapier der FESCO „Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules“ vom März 2000 und empfiehlt gleichzeitig, diese Kategorisierung unmittelbar der Auslegung der nationalen Wohlverhaltensregeln zugrunde zu legen²⁶⁰. Mittlerweile ist die Kundenklassifizierung direkt in MiFID und WAG 2007 geregelt, womit dieser Punkt in Auslegungsfragen an Bedeutung verloren hat²⁶¹. Weiters gibt die Mitteilung Anhaltspunkte zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln bei grenzüberschreitender Erbringung von Wertpapierdienstleistungen.

5.2.2 Die Rolle des Committee of European Securities Regulators

CESR ist die Nachfolgeorganisation von FESCO, welche die Europäische Kommission tatkräftig unterstützt und an der europäischen Gesetzgebung im Bereich der Finanzdienstleistungen teilgenommen hat. Es handelte sich bei der FESCO um den Zusammenschluss aller Wertpapierbehörden der Europäischen

²⁵⁸ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 242 f.

²⁵⁹ Vgl. Forstinger/Pradler, Der aktuelle Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (ISD2), ÖBA 2004, 329 (331).

²⁶⁰ Knobl/Hysek, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (31).

²⁶¹ Vgl. dazu die Ausführungen unter 7.1, Seite 116 ff.

Union sowie Norwegens und Islands. Die Arbeit dieses Forums wird seit 2001 durch CESR mit gleicher Zielrichtung fortgesetzt²⁶². Das Committee ist nunmehr institutionalisiert²⁶³ in den europäischen Gesetzgebungsprozess im Bereich der Finanzdienstleistungen eingebunden.

Jeder EU-Mitgliedstaat hat Sitz und Stimme im Komitee, wobei die Staaten durch ein hochrangiges Mitglied der nationalen Wertpapierbehörde vertreten werden. An den Sitzungen des CESR können auch Vertreter der Wertpapierregulierungsbehörden von EWR-Staaten, die nicht Mitglied der EU sind, teilnehmen. Das Komitee kann Arbeitsgruppen einsetzen, um Papiere von der Vorbereitung bis zur Verabschiedung zu bearbeiten und berät entweder auf Ersuchen der EK oder auf Eigeninitiative hin die Europäische Kommission²⁶⁴.

Grundsätzlich ist vorgesehen, dass die Marktteilnehmer auf jeder Stufe des neuen Rechtssetzungsverfahrens im EU-Wertpapierrecht²⁶⁵ rasch und direkt in den Regelungs- und Beratungsprozess eingebunden werden. Dabei sollen auf ihre Vorschläge Bedacht genommen und Stellungnahmen mit einbezogen werden²⁶⁶.

Bezüglich der beratenden Tätigkeit des CESR gegenüber Rat und Parlament auf Level 2 herrscht Uneinigkeit darüber, ob die entsprechenden Erklärungen von Rat und Kommission zur historischen Auslegung herangezogen werden können oder nicht. So beruft sich einerseits die deutsche BaFin in ihrem Emittentenleitfaden auf einen „technical advice“ des CESR, andererseits lehnt der EuGH ein Heranziehen solcher Erklärungen ab²⁶⁷.

²⁶² Es handelt sich hierbei um Erfahrungsaustausch, Zusammenarbeit, Entwicklung gemeinsamer Aufsichtsstandards u gegenseitiger Hilfestellung bei grenzüberschreitenden Delikten.

²⁶³ Durch den Beschluss 2001/527/EG.

²⁶⁴ Vgl Karpf/Kuras-Eder, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (762 f).

²⁶⁵ Vgl dazu die Ausführungen unter 2.3, Seite 18 ff.

²⁶⁶ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005), 63.

²⁶⁷ Möllers in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 62 ff.

Auf Stufe 3 hingegen wird CESR selbständig tätig, um eine Umsetzung und Durchführung der Rechtsvorschriften der Stufen 1 und 2 in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten. Die dabei erzielten Ergebnisse haben zwar keine rechtlich verbindliche Wirkung, es kommt ihnen aber, wie *Karpf/Kuras-Eder*²⁶⁸ zutreffend festhalten, faktisch große Bedeutung zu, da sie einerseits die Praxis der Aufsichtsbehörden beeinflussen und andererseits nicht selten vom nationalen Gesetzgeber zum Anlass genommen werden, entsprechende Maßnahmen zu erlassen. Auf dieser Ebene sehen sich die Rechtsanwender leider mit einem ziemlichen Dschungel an Papieren konfrontiert. Eine Kodifikation wäre durchaus wünschenswert.

Zur Erreichung des Ziels der harmonisierten Umsetzung der Normen durch die einzelnen Aufsichtsbehörden gibt CESR „standards“, im Regelfall an die Behörden gerichtete „guidelines“ und direkt an Marktteilnehmer gerichtete „recommendations“ heraus. Betreffend ihrer Bindungswirkung muss *Möllers*²⁶⁹ folgend zwischen der rechtlichen und der faktischen Bindungswirkung unterschieden werden. Im Schlussbericht der Weisen werden die gegenständlichen Arbeiten als rechtlich unverbindlich eingestuft, was sich auch mit der Selbsteinschätzung des CESR deckt. Hier wird klargestellt, dass es sich bei den „recommendations“ nicht um gesetzgeberische Akte handelt und auch eine Umsetzung in nationales Recht nicht notwendig ist. Den Marktteilnehmern wird mittels einer „safe harbour rule“ zugesichert, dass sie bei Beachtung der Papiere ihre Verpflichtungen erfüllen. Bei rechtswidriger Interpretation durch CESR gilt dies natürlich nicht. Für die nationalen Aufsichtsbehörden erfolgt die Bindung „auf freiwilliger Basis“²⁷⁰.

In der Praxis werden die Papiere des CESR aber sehr wohl von den Aufsichtsbehörden - speziell auch von der FMA - beachtet, womit sich ihre Standards auf tatsächlicher Ebene über kurz oder lang durchsetzen werden und somit von den Rechtsanwendern zu beachten sind. Neben den oben genannten

²⁶⁸ *Karpf/Kuras-Eder*, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, ÖBA 2002, 758 (765).

²⁶⁹ *Möllers* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 67 ff.

²⁷⁰ *Möllers* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 68.

Papieren aus dem Jahr 2002 und dem „Consumer Guide“ sind auch eine „recommendation“ zu Inducements²⁷¹ und ein Papier betreffend Fragen zur „best execution“²⁷² von Bedeutung. Bereits bei einer Konferenz der AEDBF²⁷³ im Oktober 2001 in Luxemburg wurde die Bedeutung des CESR im Hinblick auf eine „Feinjustierung“²⁷⁴ der Wohlverhaltensregeln hervorgehoben. Gleiches gilt, wie auch *Knobl/Hysek*²⁷⁵ festhalten, selbstverständlich ebenso für Papiere der FESCO. Durch die Publikationen wird eine einheitliche Vollzugspraxis der europäischen Aufsichtsbehörden sichergestellt und sie werden der Auslegung der unbestimmten Gesetzesbegriffe der Wohlverhaltensregeln zugrundegelegt.

5.2.3 Auslegung im Sinne der Judikatur

Das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 schreibt wie schon sein Vorgänger auch für die Anbieter von Wertpapierdienstleistungen Verhaltensregeln vor, um Beratungsmindeststandards zum Schutz der Kundeninteressen zu schaffen. Die angesprochenen Dienstleistungen sind ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse des Kunden zu erbringen. Ebenso ist vorgesehen, alle notwendigen Informationen vom Kunden einzuholen. Das umfasst Angaben über ihre Erfahrungen mit den gegenständlichen Geschäften, ihre mit diesen Geschäften verfolgten Ziele und ihre finanziellen Verhältnisse.

Wie *Rudorfer*²⁷⁶ darlegt, bauten bereits die Vorschriften nach WAG 1996 auf von der Rechtsprechung aufgestellten und bislang geltenden Grundsätzen zu den Aufklärungs- und Beratungspflichten der Wertpapierdienstleister auf. Dementsprechend ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit eine Auslegung

²⁷¹ CESR, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007.

²⁷² CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007.

²⁷³ Association Européenne pour le Droit Bancair et Financier.

²⁷⁴ *Oppitz*, Neue Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ÖBA 2002, 291 (292 f).

²⁷⁵ *Knobl/Hysek*, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (30).

²⁷⁶ *Rudorfer*, Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln des WAG, ÖBA 1998, 458 (458).

der Wohlverhaltensregeln im Sinne der mittlerweile ausreichend vorliegenden Rechtsprechung²⁷⁷ unumgänglich. Da in den betreffenden Entscheidungen mitunter sehr einzelfallbezogen Pflichten für die Anbieter von Wertpapierdienstleistungen statuiert wurden, liefern die Judikate eine Fülle an Anhaltspunkten zu auslegungsbedürftigen Bestimmungen, die in der Praxis beachtet werden sollten.

Außerdem liefert die weiter anwachsende Fülle an Judikatur eine zunehmende Rechtssicherheit. Sowohl die vor Einführung des WAG 1996 ergangene als auch die zu diesem Gesetz ergangene Rechtsprechung kann zu aktuellen Auslegungsfragen herangezogen werden, da im Wesentlichen keine Pflichten für die Anbieter von Wertpapierdienstleistungen weggefallen sind, sondern die Anforderungen höchstens verschärft wurden. Dass die Höchstgerichte in Österreich und auch in Deutschland schon bisher einzelfallbezogen entschieden haben, deckt sich nun mit der Abstufung der Verhaltenspflichten nach Art der Dienstleistung und Zugehörigkeit zu einer bestimmten Kundenkategorie.

*Teuber*²⁷⁸ hält fest, dass der Detaillierungsgrad der Verhaltensregeln durch MiFID zwar erheblich erhöht wurde, aber immer noch genug offene Auslegungsfragen übrig bleiben, zu deren Klärung die Rechtsprechung beitragen wird. Es ist auch davon auszugehen, dass angesichts der von der Kreditkrise verursachten schwierigen Lage an den internationalen Finanzmärkten, wieder mehr Anleger versuchen werden, ihr verloren gegangenes Kapital mittels Schadenersatzforderungen von den Wertpapierdienstleistern zurück zu erlangen, womit die Fülle der zur Auslegung verfügbaren Judikatur weiter anwachsen wird.

²⁷⁷ Vgl dazu die Ausführungen unter 3.2.1, Seite 34 ff.

²⁷⁸ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (437).

6. Handeln im Interesse des Kunden

6.1 Pflicht des Anbieters zur interessengerechten Erbringung der Dienstleistung

Die Rechtsträger sind bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen nach § 38 WAG 2007 verpflichtet, ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln und den §§ 36 bis 51 zu entsprechen.

Wie bereits die zwingende Bestimmung des § 13 WAG 1996 es getan hat, legt nun auch § 38 WAG 2007 Mindestpflichten für Anbieter zum Schutz des individuellen Anlegers fest. Die Bestimmung des WAG 1996 stellte eine Art Generalklausel unter Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe dar²⁷⁹. Auch *Schrank* hält fest, dass die angesprochene Bestimmung des „alten“ WAG nicht den gesamten Umfang der Beratungspflichten umschreiben kann, sondern vielmehr eine Art Generalklausel enthält, die „im Wege eines beweglichen Systems von Verhaltenspflichten umzusetzen ist“²⁸⁰. Selbes gilt auch für die Nachfolgebestimmung des § 38 WAG 2007²⁸¹. Die Generalklausel schreibt auch vor, welche der weiter konkretisierenden Sondertatbestände bei der Erbringung der Dienstleistung zur Anwendung kommen.

Der Kundenschutz wird durch das „neue“ Wertpapieraufsichtsgesetz mit seinen detaillierten Wohlverhaltensregeln noch intensiviert. Ein deutliches Beispiel für eine solche Modifizierung ist die Behandlung von Interessenkonflikten. Bisher musste sich der Rechtsträger darum bemühen, Interessenkonflikte nicht

²⁷⁹ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (598).

²⁸⁰ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 40.

²⁸¹ Vgl dazu die Ausführungen unter 5.1, Seite 65.

entstehen zu lassen bzw bei unvermeidbaren Interessenkonflikten dem Kundeninteresse den Vorrang zu geben. Nunmehr sind solche Konflikte offenzulegen und es obliegt dem Kunden wie er mit dem Interessenkonflikt umgeht²⁸².

Wie bereits ausgeführt, sollten die Bestimmungen zur bestmöglichen Durchführung von Dienstleistungen ebenfalls zum Handeln im besten Interesse des Kunden und somit zu den Wohlverhaltensregeln gezählt werden, wie *Brandl/Klausberger*²⁸³ dies auch tun.

Wie *Assmann*²⁸⁴ ausführt, sind Bankgeschäfte ganz allgemein betrachtet inhaltlich Geschäfte zur Besorgung fremder Geschäfte. Wer im Interesse des Geschäftsherren tätig wird, hat allenfalls auftretende Interessenkonflikte im Sinne des Geschäftsherren aufzulösen. Im gegenständlichen Fall der Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen wird das Problem noch dadurch verstärkt, dass beide Parteien im selben Geschäftsbereich tätig sind. Noch komplizierter wird es, wenn der Geschäftsbesorger für mehrere Kunden gleichzeitig tätig wird, und vor allem auch verschiedenste Arten von Geschäften betreibt, was in Österreich wie auch in Deutschland durch das Universalbankensystem noch verstärkt wird.

Um im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln, haben die Finanzintermediäre jedenfalls Interessenkonflikte zu vermeiden, den Kunden alle Informationen bereitzustellen, die sie benötigen, um eine fundierte Anlageentscheidung treffen zu können, die Grundsätze der bestmöglichen Auftragsausführung zu befolgen sowie Berichts- und Dokumentationspflichten einzuhalten. Um zu wissen, in welchem Fall welche der genannten Pflichten in welchem Umfang zur Anwendung kommen, müssen die Anbieter zuerst eine Kategorisierung der Kunden vornehmen, nach der Art der Dienstleistung

²⁸² *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 483.

²⁸³ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 264.

²⁸⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (40 f).

unterscheiden sowie deren Eignung und Angemessenheit für den jeweiligen Kunden beurteilen. Dieser groben Einteilung folgend, werden die einzelnen Pflichten in den folgenden Kapiteln behandelt. Im Ergebnis bedeutet dies, dass der Anbieter dem Kunden anhand dessen Angaben jene Finanzinstrumente empfehlen muss, die seinen Interessen am ehesten entsprechen²⁸⁵. Dennoch ist es nicht ausgeschlossen, dass der Anbieter eine Dienstleistung erbringt, die dem Interesse des Kunden widerspricht. Wenn der Rechtsträger im Falle des § 45 WAG davon ausgehen kann, dass der Kunde die entsprechenden Risiken versteht, ist er nicht verpflichtet, zu hinterfragen, ob das Geschäft seinen Anlagezielen entspricht bzw die Risiken von ihm finanziell tragbar sind²⁸⁶.

Für das Kommissionsgeschäft ist eine Interessenwahrungspflicht insoweit festgeschrieben, als der Kommissionär alles tun muss, was möglich und zumutbar ist, um den vom Kommittenten angestrebten Erfolg zu erreichen²⁸⁷. Die Pflichten des Kommissionärs sind dem des Anlageberaters, da beiden dieselbe Vertrauensstellung zukommt, gleichzusetzen. Sie haben ihre Interessen zurückzustellen und ihre Handlungen auf die Interessen des Vertragspartners hin abzustimmen, was in Deutschland zeitlich bereits vor Einführung des WAG in Österreich in die Händler- und Beraterregeln der Banken Eingang gefunden hat²⁸⁸.

Auch der OGH hat schon vor der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in Österreich ausgesprochen, dass die Anlegerinteressen denen der Bank vorgehen²⁸⁹.

²⁸⁵ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 267.

²⁸⁶ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 484.

²⁸⁷ Vortmann, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (584).

²⁸⁸ Vortmann, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (585).

²⁸⁹ Iro, OGH 15.7.1993, 7 Ob 575/93, ÖBA 1994, 156 (156).

Bereits nach WAG 1996 hatten die erfassten Rechtsträger umfassend die Interessen des Auftraggebers zu berücksichtigen und ihre eigenen Interessen hintanzustellen. Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sprach in Art 11 Abs 1 von der Pflicht zur „bestmöglichen Interessenwahrung“. Diese Pflicht war je nach der Art der nachgefragten Dienstleistung und nach dem Professionalitätsgrad des Anlegers unterschiedlich umfangreich auszulegen²⁹⁰. Insoweit bringen weder MiFID noch das WAG 2007 gravierende Neuerungen.

Um diese Interessenwahrung zu gewährleisten, muss der Erbringer der Wertpapierdienstleistung auch dementsprechend organisiert sein. Wie dies auch nach § 16 WAG 1996 gefordert wurde.

6.2 Interessenkonflikte

Wie in den Erwägungsgründen der MiFID festgehalten wird, erhöht sich durch das „immer größere Spektrum von Tätigkeiten, die viele Wertpapierfirmen gleichzeitig ausführen, das Potential für Interessenkonflikte zwischen diesen verschiedenen Tätigkeiten und den Interessen der Kunden“²⁹¹. Solche Konflikte können dem Handeln im besten Interesse des Kunden entgegenstehen. Dementsprechend schreibt § 34 WAG den Rechtsträgern vor, angemessene Vorkehrungen zu treffen, um alle möglichen Interessenkonflikte, die bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, Anlagetätigkeiten und Nebendienstleistungen entstehen, zu erkennen und nennt Punkte, die jedenfalls zu prüfen sind. Betreffend der Angemessenheit fasst *Gruber* zusammen, dass „je umfangreicher die vom Rechtsträger ausgeübten Tätigkeiten und je differenzierter seine Kundenbeziehungen sind, desto weiterreichende Vorkehrungen muss der Rechtsträger zur Erkennung von Interessenkonflikten treffen“²⁹².

²⁹⁰ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 109.

²⁹¹ *Zuffer*, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, *ecollex* 2007, 224 (225).

²⁹² *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 444.

Laut *Winternitz*²⁹³ bezieht sich die Pflicht zur Konfliktvermeidung nicht auf jedes Kundeninteresse, sondern nur auf solche Interessen, deren Realisierung der Kunde durch seinen Auftrag an den Anbieter heranträgt. Eine darüber hinaus gehende Pflicht wäre für den Dienstleister auch keinesfalls zumutbar. Es reicht auch nicht aus, dass der Firma ein Vorteil entstehen kann, es muss vielmehr dem Kunden ein potentieller Nachteil entstehen²⁹⁴.

Von der Bestimmung sind sowohl Interessenkonflikte zwischen Rechtsträger bzw durch Kontrolle verbundene Personen und Einzelkunden (vertikale Konflikte) als auch zwischen Kunden untereinander (horizontale Konflikte) erfasst. Interessenkonflikte resultieren, wie *Knobl*²⁹⁵ festhält, daraus, dass mehrere Personen an der Realisierung einer Geschäftschance interessiert sind. Interessenkonflikte zwischen den Kunden führen zwangsläufig zu Interessenkonflikten der Wertpapierfirma selbst, wobei nur der Fall beachtlich ist, in dem es für den Anbieter Anreize gibt, einen Kunden gegenüber dem anderen zu bevorzugen²⁹⁶. Anders als noch die ISD geht es dem Konfliktmanagementregime der MiFID primär um das Erkennen von Interessenkonflikten, erkannte Interessenkonflikte sind dann zu vermeiden und unvermeidbare Interessenkonflikte sind offenzulegen²⁹⁷. Bisher war nur das Bemühen um Vermeidung von Interessenkonflikten vorgeschrieben.

6.2.1 Potentielle Interessenkonflikte

Das Gesetz nennt dem Art 21 MiFID-DRL folgend in nicht abschließender Aufzählung als potentielle Interessenkonflikte finanzielle Vorteile zu Lasten des

²⁹³ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 117.

²⁹⁴ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 237.

²⁹⁵ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 123.

²⁹⁶ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (43).

²⁹⁷ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 439.

Kunden, unterschiedliches Interesse am Ergebnis einer Transaktion, Tätigkeit im selben Geschäftsfeld und vor allem alle Fälle von finanziellen oder sonstigen Anreizen und zusätzlichen Provisionen. Betreffend der Gewährung und Annahme von Vorteilen schreibt § 39 WAG eigene Regelungen vor²⁹⁸. In dieser Bestimmung wird bei Annahme oder Gewährung von Vorteilen ein Verstoß gegen die allgemeine Verhaltenspflicht des § 38 WAG gesehen, es liegt in solchen Fällen aber natürlich auch ein potentieller Interessenkonflikt vor. Das Pflichtenheft für WPDLU der FMA nennt in diesem Zusammenhang auch Vermittlungsinteresse aus Provisionsüberlegungen²⁹⁹, die vor allem bei sogenannten „unabhängigen“ Anbietern eine Rolle spielen können. Sowohl von Seiten der Aufsicht, als auch von Seiten der EU und auch der Judikatur wird an die Kostentransparenz ein zunehmend strenger Maßstab angelegt³⁰⁰. In genau diese Kerbe schlägt nun auch die Bestimmung des § 39 WAG.

Die Aufzählung in § 34 Abs 2 WAG ist demonstrativ und es gibt noch eine Fülle weiterer Fälle von potentiellen Interessenkonflikten. Denkbar ist beispielsweise die Situation, dass die Bank einen großen Eigenbestand im gegenständlichen Papier hat, an der zu handelnden Firma beteiligt ist³⁰¹, die Emission selbst durchführt oder es sich überhaupt um Eigenprodukte (etwa Investmentfonds) handelt. Gerade bei Universalbanken können solche Konflikte durchaus auftreten.

Auch die in § 14 WAG 1996 unter dem Begriff „besondere Verhaltensregeln“ zusammengefassten verpönten Praktiken stehen im Gegensatz zum Interesse des Kunden. Diese sind im neuen Gesetz nicht mehr explizit aufgelistet, aber nach wie vor stellen sie potentielle Interessenkonflikte dar. Die Tatbestände sind sehr eng mit Insidertatbeständen verknüpft und es handelt sich dabei um das Verbot von Empfehlungen, die Kundeninteressen widersprechen und das Verbot

²⁹⁸ Vgl dazu die Ausführungen unter 6.3, Seite 100 ff.

²⁹⁹ FMA, Pflichtenheft für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2004), 13.

³⁰⁰ Winternitz/Aigner, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 34.

³⁰¹ Tutsch, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (88).

von Empfehlungen zur Kursbeeinflussung. Letzteres widerspricht natürlich auch dem Kundeninteresse. Konkret handelt es sich dabei um das sogenannte „churning“, um „pushing“ bzw „scalping“ und um „front-“, bzw „parallel running“.

Unter „churning“³⁰² oder Spesenschinderei versteht man das Abgeben von Kauf- oder Verkaufsempfehlungen, um durch häufige Transaktionen höhere Spesen zu generieren. Bildlich gesprochen wird „die Milch (das Depot) so oft bewegt, dass die Butter (die Gebühren) entnommen werden kann und dem Anleger nur noch Magermilch (ein erheblich reduziertes Depot) bleibt“³⁰³.

Es kommt also auf eine übermäßige Umschichtung des Anlagekontos zu Lasten der Gewinnchancen des Kunden, bei der der Broker oder Vermittler oder beide Provisionseinnahmen erhalten, an³⁰⁴. Hier ist genau zu unterscheiden, da Umschichtungen etwa zur Branchenrotation³⁰⁵ oder Laufzeitsteuerung³⁰⁶ durchaus auch einen Mehrertrag für den Kunden bringen können. Demnach werden zuerst jedenfalls Abtäusche wirklich in allen Belangen ähnlicher Titel von diesem Tatbestand erfasst³⁰⁷. Darüber hinaus muss festgestellt werden, ab wann übermäßige Umschichtungen vorliegen. Das ist sicherlich von Depot zu Depot, je nach Anlageziel und Marktgegebenheiten verschieden. Auch wenn die sog „turn-over-rate“ und die „commission-to-equity-ratio“³⁰⁸ Anhaltspunkte liefern, muss zur Feststellung der Spesenschinderei genau und vor allem einzelfallbezogen geprüft werden. Ein Indiz für das Vorliegen von „churning“ ist jedenfalls auch dann

³⁰² Wörtlich übersetzt „buttern“ iS von „Butter machen“.

³⁰³ *Arendts*, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (778).

³⁰⁴ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 156.

³⁰⁵ Aktien unterschiedlicher Branchen erfahren in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus teils erheblich unterschiedliche Wertveränderungen.

³⁰⁶ Umschichten eines Anleihenportefeuilles durch Kauf/Verkauf von Anleihen bestimmter Restlaufzeiten, um gegen erwartete Zinsänderungen geschützt zu sein (sog Durationmanagement).

³⁰⁷ Etwa der Abtausch eines thesaurierenden Fonds in die ausschüttende Variante des selben Fonds.

³⁰⁸ Vgl dazu *Arendts*, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (778 f).

gegeben, wenn ein und dasselbe Papier bei einem Kunden verkauft und bei einem anderen Kunden mit ähnlichem Anlageziel gekauft wird. Ein extremer Fall ist das sog „cross-trading“, bei dem ein Wertpapier von einem Depot auf das nächste gebucht wird³⁰⁹.

Beispielsweise liegt „churning“ vor, wenn ein Vermögensverwalter bei einem diskretionären Management von sich aus Transaktionen für den Kunden tätigt, um damit Spesen zu generieren. *Arendts*³¹⁰ folgend kommt es auf die Beherrschbarkeit des Kontos an, was neben den Fällen der Handlungsvollmacht auch dann gegeben ist, wenn sich ein unerfahrener Anleger ausschließlich auf den Rat des Beraters verlässt. *Kalss/Oppitz/Zollner*³¹¹ sehen im Fall der diskretionären Vermögensverwaltung zwar auch „churning“, allerdings mangels Vorliegen einer konkreten Empfehlung nicht den Tatbestand des § 14 Z 1 WAG 1996 erfüllt. Eine Verletzung des Kundeninteresses ist aber jedenfalls gegeben.

Beim „pushing“ oder „scalping“ gibt der Dienstleister Empfehlungen ab, um den Preis bestimmter Instrumente für Eigengeschäfte - nämlich um den eigenen Bestand in diesen Wertpapieren zu erhöhen oder zu verringern - in eine gewünschte Richtung zu lenken. Durch Kundenkäufe können die Preise erhöht werden, wodurch der Anbieter eigene Positionen teurer verkaufen könnte. Genauso können durch Verkäufe ausgelöste tiefere Kurse zu Käufen genutzt werden. Ein zweiter Fall des „pushing/scalping“ ist das Abgeben von Empfehlungen zu dem Zweck, die Preise der eigenen Positionen in eine bestimmte Richtung zu lenken, ohne die Bestände zu verändern³¹². Solche Empfehlungen werden oft durch eigens herausgegebene Börsenbriefe oder ähnliche Dienste abgegeben und auch durch Pressemitteilungen unterstützt³¹³.

³⁰⁹ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 133.

³¹⁰ *Arendts*, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (779).

³¹¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 174 f.

³¹² *Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 157.

³¹³ *Arendts*, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (776).

Auch wenn kein näherer zeitlicher Zusammenhang zwischen Empfehlung und Eigengeschäft besteht, sind Empfehlungen denen ein manipulativer Charakter innewohnt erfasst. Es geht um die bewusste Preislenkung³¹⁴.

Allerdings ist in diesem Zusammenhang anzumerken, dass in der Praxis solche Kursbeeinflussungen nur bei sehr illiquiden Titeln oder mit sehr großvolumigen Orders möglich sind. In einigen Handelssegmenten der Wiener Börse wären solche Bewegungen aber durchaus denkbar.

Ebenso widerspricht es dem Interesse des Kunden, die Kenntnis der Orderlage zum An- oder Verkauf von Finanzinstrumenten auszunutzen, um sich oder Dritten daraus einen Vermögensvorteil zu verschaffen. Der Anbieter führt hier Eigengeschäfte vor der Ausführung des Kundenauftrags durch. Der Tatbestand des „front running“ ist gegeben, wenn der Wertpapierdienstleister Papiere kauft oder verkauft, weil er aufgrund der Orderlage davon ausgehen kann, dass die betreffenden Wertpapiere - nach Ausführung des vorliegenden Kundenauftrags - fallen oder steigen werden. Auch ein Handel an einem anderen Markt oder mit vom gegenständlichen Papier abgeleiteten Instrumenten erfüllt den Tatbestand, sodass auch Eigengeschäfte mit Aktienoptionen bezüglich der vom Kunden geordneten Aktien umfasst sind³¹⁵. Auch hier ist in der Praxis eine Kursbeeinflussung nur bei marktengen Instrumenten oder großvolumigen Blöcken möglich.

Kein „front-running“ liegt vor, wenn bewusst vor Veröffentlichung von Analystenberichten Geschäfte getätigt werden, bevor der Kunde selbst Gelegenheit hat, auf diese Empfehlung zu reagieren, da es in diesem Fall an der Kenntnis der Orderlage fehlt. Allerdings verstößt ein solches Vorgehen gegen den Standard Compliance Code (SCC) und vor allem auch gegen das Gebot zur Vermeidung von Interessenkonflikten³¹⁶.

³¹⁴ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005), 176 f.

³¹⁵ Arendts, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996, 775 (777).

³¹⁶ Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 159.

Das „parallel running“ funktioniert wie das „front running“, einzig mit der Besonderheit, dass hier die Aufträge - Kundengeschäft und Eigengeschäft - gleichzeitig durchgeführt werden.

Letztendlich stellt auch das „Gegenlaufen“ einen Interessenkonflikt dar. Dabei geht es um das Ausnützen unterschiedlicher Kundenlimits, um durch Eigengeschäfte die Differenz zu vereinnahmen. Es kommt zum gezielten Abschöpfen unterschiedlicher Limits durch Gegenorders für Eigengeschäfte in Kenntnis der Orderlage³¹⁷.

Ungeachtet all dieser potentiellen Interessenkonflikte sind die Banken nicht dazu verpflichtet, ihr Eigeninteresse vollständig offen zu legen. *Vortmann* lässt es in diesem Zusammenhang genügen, dass der Anbieter den Kunden „in mehr oder minder spezifischer Form informiert oder warnt, den Kaufauftrag zurückweist oder zumindest in allgemeiner Form auf das Bestehen eines Interessenkonflikts bzw die Unmöglichkeit umfassender Aufklärung hinweist“³¹⁸. *Schrank* folgend bezieht sich der absolute Vorrang des Kundeninteresses „nur auf die Anlageberatung, nicht aber auf die sonstigen wirtschaftlichen Interessen der Bank“³¹⁹, da sonst nicht nur ihr Gewinnstreben, sondern auch „die Manövrierfähigkeit ihres Vermögens schwer beeinträchtigt wäre“³²⁰. Er meint weiter, dass die Anbieter „daher auch keine Pflicht, ihre Anlageberater über Eigengeschäfte zu informieren“³²¹ haben. Anders verhält es sich natürlich mit Titeln, die aus Gründen der Compliance auf einer Sperr- bzw Beobachtungsliste stehen. *Schrank* führt weiter aus, dass die Hinweispflicht unterbleiben kann sofern sie „dem Anleger keinen nennenswerten Nutzen bringt, ... , falls mit der Aufklärung ein erheblicher Eingriff in die Sphäre des Kreditinstituts verbunden

³¹⁷ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (133).

³¹⁸ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (585).

³¹⁹ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 115.

³²⁰ *Schrank* ebenda.

³²¹ *Schrank* ebenda.

ist“³²². Ungeachtet dessen sind in der Beratung die Gebote zur bestmöglichen Ausführung des Auftrags zu beachten.

Besonders diffizil sind Kollisionen mit dem Bankgeheimnis. Denkbar wäre etwa der Fall, dass ein Anleger Papiere eines Emittenten erwerben will, von dessen Zahlungsunfähigkeit die Bank - etwa aufgrund ihrer Finanzierungstätigkeit - Kenntnis hat. Da es sich um gleichrangige Pflichten handelt, muss die Bank durch Interessenabwägung den Konflikt lösen. *Vortmann*³²³ räumt bei Gleichrangigkeit der Interessen im Einzelfall dem Bankgeheimnis Vorrang ein. Dieser Grundsatz wird nur in Fällen, in denen „die Wahrung des Bankgeheimnisses die Interessen des Anlegers mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit gefährdet“³²⁴ durchbrochen. Über die Frage, ob das Bankgeheimnis Aufklärungspflichten gegenüber einem Anleger verdrängt, ist seither ein literarischer Disput zwischen *Wilhelm*³²⁵ und *Koziol*³²⁶, der meint, dass die Aufklärungspflicht vom Bankgeheimnis vollkommen verdrängt wird, entbrannt. Einigkeit³²⁷ herrscht allerdings in dem Punkt, dass die Bank, kann oder will sie nicht aufklären, vom Geschäft Abstand nehmen muss, würde der Anleger sonst bewusst in die Irre geführt³²⁸. *Wilhelm*³²⁹ führt aus, dass der BGH im Einzelfall abwägt und nennt einige Autoren, die in Folge der Interessenabwägung die Pflicht zur Einhaltung des Bankgeheimnisses begrenzt sehen.

³²² *Schrank* ebenda.

³²³ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (585).

³²⁴ *Vortmann* ebenda.

³²⁵ *Wilhelm*, Drittfinanzierte Vermögensanlage – Sonnenschein und Wolken, *ecolex* 1995, 461; *Wilhelm*, Kollision zwischen Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage, *ecolex* 1995, 542; *Wilhelm*, Zur Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage – ein Epilog, *ecolex* 1996, 157.

³²⁶ *Koziol*, OGH 14.7.1994, 8 Ob 649/93, ÖBA 1995, 146.

³²⁷ *Wilhelm*, Drittfinanzierte Vermögensanlage – Sonnenschein und Wolken, *ecolex* 1995, 461 (462).

³²⁸ *Koziol*, OGH 14.7.1994, 8 Ob 649/93, ÖBA 1995, 153.

³²⁹ *Wilhelm*, Kollision zwischen Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage, *ecolex* 1995, 542 (543 f).

Nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit ist nur bei Vorliegen der von *Vortmann* eingangs erwähnten Gründe oder wenn betrügerische Machenschaften im Gange sind, aufzuklären, da in den anderen Fällen, der Interessenabwägung folgend, die Notwendigkeit der Aufklärung nicht unbedingt geboten scheint. Jedoch wird gerade in diesen Fällen in der Praxis der Geheimhaltung von Seiten des Anbieters der Vorzug gegeben werden, da er unter Umständen in diese Machenschaften verstrickt sein wird³³⁰. Allerdings lässt sich dann seine Haftung wegen unterlassener Aufklärung begründen. Würde das Geschäft vom Dienstleister abgelehnt, käme das im Ergebnis einer Offenlegung der dem Bankgeheimnis unterliegenden Umstände gleich, da der Kunde in diesem Fall ohne weit denken zu müssen annehmen kann, dass der Betroffene in finanziellen Schwierigkeiten ist. Daher kann auch wohl gleich eine direkte Aufklärungspflicht angenommen werden, sofern die Interessen des Anlegers gefährdet sind. Im gegenständlichen Fall der finanzierten Vermögensanlage wird die praktische Bedeutung solcher Fälle sehr gering sein³³¹ und nur da auftreten, wo die Bank um den drohenden Konkurs des Emittenten der zu erwerbenden Anlage Bescheid weiß.

Bezüglich Insiderinformationen hat die Bank weder das Recht noch die Pflicht, diese weiter zu geben³³². Grundsätzlich erscheint es unbedenklich, wenn ein Anlageberater, der über Insiderinformationen verfügt, dem Kunden rät, keine Transaktion durchzuführen. Der Rat zu einem aktiven Tun bleibt allerdings unzulässig. Eine Ausnahme stellen Fälle dar, in denen der Anleger vor schweren Schäden bewahrt werden kann, die etwa auf strafrechtlich relevante Umstände zurückzuführen sind³³³.

³³⁰ Wie es im bei den streitgegenständlichen „Serie 14-Fällen“ der Fall war.

³³¹ *Wilhelm*, Kollision zwischen Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage, *ecolex* 1995, 542 (542).

³³² *Iro* in *Avancini/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht II (1993), 609.

³³³ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 495 f.

6.2.2 Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten

Die Rechtsträger haben in schriftlicher Form wirksame Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten aufzustellen. CESR schreibt in seinem Consumer Guide, dass die Anbieter den Kunden über diese Maßnahmen zu informieren haben³³⁴. Die Leitlinien haben angemessene Vorkehrungen zu treffen, nach denen Interessenkonflikte zu erkennen, zu vermeiden und wenn unvermeidbar, offenzulegen sein sollen. Die FMA empfiehlt auch „Ex-Post Kontrollen“ bei Mitarbeitern, bei denen sich Kundenbeschwerden häufen und bei solchen mit hohem Anteil an variablen Vergütungen³³⁵.

*Assmann*³³⁶ weist darauf hin, dass auf jeder Ebene dieser dreistufigen Ordnung organisatorische Vorkehrungen zu ergreifen sind. Die einzurichtenden Maßnahmen dienen nicht der Ausschaltung von Interessenkonflikten an sich, sie sollen vielmehr ein Handeln im Interesse des Kunden auch im Konfliktfall gewährleisten³³⁷. Alles andere wäre angesichts der Schnelligkeit und Komplexität der Branche nicht durchführbar. Die Ausgestaltung der Maßnahmen orientiert sich an der Größe und der Organisation des Anbieters sowie an Art, Umfang und Komplexität der Geschäfte. Dementsprechend handelt es sich bei den Leitlinien um Compliance Vorschriften.

Die FMA lässt in der aufgrund ihrer Verordnungsermächtigung erlassenen IIKV den Anbietern die Wahl der zu implementierenden Maßnahmen. Es werden zwar konkrete Vorkehrungen - die fast wortwörtlich der MiFID-DRL entnommen sind - genannt, Ihre Umsetzung ist aber nur dann für die Rechtsträger verpflichtend, wenn dies im konkreten Fall angemessen erscheint. Beispielhaft rät die FMA,

³³⁴ CESR, A consumer's guide to MiFID – Investing in financial products, March 2008, 11.

³³⁵ FMA, Rundschreiben der FMA zur Interessenkonfliktproblematik bei bestimmten Vergütungssystemen vom 01.12.2009, 8.

³³⁶ Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (43).

³³⁷ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 241.

konfliktgeeignete Vergütungssysteme zu vermeiden bzw den flexiblen Gehaltsbestandteil der Vertriebsmitarbeiter zu begrenzen³³⁸.

Die Dienstleister werden zwar - und das ist gegenüber der ISD neu - verpflichtet, Vorkehrungen zur Erkennung von Interessenkonflikten einzurichten, ohne dass es Anhaltspunkte dafür gibt, wie diese aussehen sollen. *Kreisl* sieht „am oberen Ende der erwartbaren Vorkehrungen ... die Einrichtung eines vom Compliance Verantwortlichen streng vertraulich geführten Konfliktregisters“³³⁹, das auf der Analyse aller betriebenen Geschäfte und daraus resultierender Interessenkonflikte beruht und für große Universalbanken wohl unverzichtbar ist. Diese Analyse hat auch die Erfassung wesentlicher Beratungsmandate, großer Kreditvergaben, Market Maker-Verpflichtungen, Merger & Acquisition Beratung sowie namhafte Beteiligungen der Bank zu umfassen³⁴⁰. Ergibt sich hieraus ein Konflikt, ist nach den Maßnahmen zur Vermeidung bzw Offenlegung von Interessenkonflikten zu verfahren.

Um die Wirksamkeit dieser Leitlinien zu gewährleisten, sollten sie beim Rechtsträger als verbindliche Anweisungen bekannt gemacht und im Rahmen der Compliance überwacht werden. Diese Anwendung im Arbeitsalltag setzt auch entsprechende Schulungen der Mitarbeiter voraus³⁴¹.

Die Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten sollen darauf gerichtet sein, die Entstehung derselben zu vermeiden und sollen verhindern, dass sie auf den Kunden durchschlagen. Auch die Organisationsvorschriften sollen zur Vermeidung von Interessenkonflikten dienen und bilden, wie *Knobl* treffend

³³⁸ FMA, Rundschreiben der FMA zur Interessenkonfliktproblematik bei bestimmten Vergütungssystemen vom 01.12.2009, 6.

³³⁹ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 243.

³⁴⁰ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (44).

³⁴¹ *Gruber*, Wertpapierdienstleistungen und Interessenkonflikte, ZFR 2009, 222 (226).

festhält, mit den Verhaltenspflichten „ein bewegliches System im Dienste der bestmöglichen Wahrung der Kundeninteressen“³⁴².

Betreffend solcher Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten sieht die IIKV in § 2 Z 1 vor, dass der Informationsfluss zwischen Personen, deren Tätigkeit einen Interessenkonflikt nach sich ziehen könnte, zu kontrollieren ist. Dies geschieht am wirkungsvollsten durch eine organisatorische Trennung bestimmter Geschäftsbereiche. Auch *Brandl/Saria* folgend kann eine Minimierung von Interessenkonflikten durch die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen und „durch die besondere Behandlung von vertraulichen Informationen“³⁴³ erzielt werden.

Diese innerbetrieblichen Vertraulichkeitsbereiche sind - einem tragenden Prinzip des Standard Compliance Code folgend - durch die sogenannten „Chinese Walls“ zu trennen³⁴⁴. Speziell ist hier auf die Trennung von Eigenhandel, Kreditbereich, Analyse, Emissionsbereich und Beteiligungsverwaltung hinzuweisen³⁴⁵. Hier sind von den Rechtsträgern eigene Abteilungen einzurichten und mit jeweils eigenem Personal auszustatten. Auch örtlich sollten die verschiedenen Einheiten weit genug voneinander entfernt sein. Ist eine solche Trennung nicht vollständig möglich, muss die Arbeit der betroffenen Personen von der Compliance Abteilung überwacht werden³⁴⁶. All diese Bereiche sollen nicht nur untereinander getrennt sein, sondern auch von der Kundenbetreuung. Hat der Berater keine Kenntnis von den bestehenden Positionen und den weiteren Plänen der Bank, kann er auch nicht dazu verleitet werden, Kundenorders in eine bestimmte Richtung zu lenken.

³⁴² *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (747).

³⁴³ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 64 f.

³⁴⁴ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 245.

³⁴⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 526 f.

³⁴⁶ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 456.

Dass sich dennoch immer gewisse, sich entgegenstehende Positionen ergeben können, lässt sich ab einer gewissen Größe des Anbieters nicht ausschließen. Besonders bei Universalbanken mit eigener Kapitalanlagegesellschaft werden die Positionen der Fondsmanager und des Eigenhandels so viele Titel umfassen, dass immer wieder auch Kunden diese „erwischen“. Durch unverzügliche Ausführung des Kundenauftrags wird eine solche potentielle Konfliktsituation jedenfalls bedenkenlos sein. Probleme entstehen nur wenn der Kundenbetreuer über Positionen Bescheid weiß - was ja gerade durch die funktionelle Trennung vermieden werden soll - und den Kunden deswegen in eine bestimmte Richtung leitet oder die Order abgestimmt mit Eigenhandel/Fondsmanagement verzögert oder vorzieht. In Fällen in denen grundsätzliche Interessenkonflikte auftreten können, gibt der Compliance Verantwortliche Beobachtungs- bzw Sperrlisten heraus. Titel, die auf letzterer stehen, dürfen von den Beratern nicht angeboten werden und auch die Vermögensverwalter dürfen in diesen Papieren nicht tätig werden. „Chinese Walls“ allein ersetzen aber in keiner Weise allgemeine Aufklärungspflichten, sondern sollen vor allem der Hintanhaltung von Insiderhandel Vorschub leisten³⁴⁷.

*Winternitz/Aigner*³⁴⁸ nennen neben den angeführten Punkten auch die Gleichbehandlung der Kundenaufträge und des Eigenhandels. Genauso dient der Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft unter anderem dazu, den Kundeninteressen Vorrang vor den Interessen der Finanzintermediäre einzuräumen³⁴⁹.

Bei der Beschränkung des Informationsflusses muss auch in Kauf genommen werden, dass dies eventuell nicht immer zum Vorteil des Kunden ist. So kann es sein, dass Papiere eines Unternehmens empfohlen werden, obwohl die

³⁴⁷ *Lucius*, Der Standard Compliance Code des österreichischen Bankwesens, ÖBA 1994, 148 (151 ff).

³⁴⁸ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 37.

³⁴⁹ *Schutte*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes unter Berücksichtigung weiterer Regelungen im Finanzdienstleistungssektor (2002), 91.

Kreditabteilung des empfehlenden Hauses bereits Anzeichen eines Konkurses dieses Unternehmens sieht³⁵⁰.

Vorgesehen ist auch die Kontrolle der persönlichen Geschäfte von Personen die Kundenaufträge ausführen, sowie die Kontrolle der persönlichen Geschäfte der Eigenhändler. Laut SCC, der Marktmanipulationen und Insiderhandel vorbeugen will, ist für bestimmte Geschäfte, bei denen Interessenkonflikte zu erwarten sind, eine interne Genehmigungspflicht vorgesehen. Jedenfalls sind sie personell und räumlich getrennt vom Kundenauftrag auszuführen³⁵¹.

Das Provisions- und Entlohnungssystem ist von den Rechtsträgern so zu gestalten, dass Interessenkonflikte möglichst gering gehalten werden. Es sollte keine Vergütungsanreize geben, die für die Interessen des Kunden schädlich sein können. Zu denken ist hier beispielsweise an hohe, vom Vertriebs Erfolg abhängige Boni bei gleichzeitig relativ niedrigem Fixgehalt der Mitarbeiter. Ebenso zu regeln ist die Annahme von Geschenken. Es ist beim Compliance Officer ein Buch anzulegen, in das die Geschenke mit Angabe ihres Wertes einzutragen sind.

Die hier angesprochenen Zuwendungen sind von den Vorteilen iSd § 39 WAG zu unterscheiden. Dort geht es um zusätzlich zu den üblichen Provisionen oder Gebühren erteilte Zuwendungen, die von vom Kunden verschiedenen Personen gewährt werden. Ein solcher Sachverhalt stellt aber wie bereits ausgeführt auch einen potentiellen Interessenkonflikt dar und ein Rechtsträger handelt jedenfalls nicht im besten Interesse des Kunden, wenn er solch unerlaubte Vorteile gewährt oder annimmt³⁵².

Darüber hinaus sind nach § 2 Z 4 IIKV auch noch alle weiteren Fälle der ungebührlichen Einflussnahme auf die die Dienstleistung erbringenden Personen zu verhindern bzw zumindest einzuschränken. Solche Interessenkonflikte können

³⁵⁰ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 246,

³⁵¹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 454.

³⁵² Vgl dazu die Ausführungen unter 6.3, Seite 100 ff.

beispielsweise aus Beteiligungs- oder Konzernverhältnissen entstehen. Ebenso sind Personen zu kontrollieren, die gleichzeitig oder unmittelbar hintereinander in verschiedene Dienstleistungen involviert sind und dadurch ein ordnungsgemäßes Konfliktmanagement beeinträchtigt werden könnte. Auch Nebenbeschäftigungen in verwandten Geschäftsbereichen oder Berater- bzw. Aufsichtsratsfunktionen müssen genehmigungspflichtig gemacht werden³⁵³.

Schon nach Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und WAG 1996 hatten sich die Rechtsträger um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen. Die Lösung des Konflikts mittels Abstandnahme vom anstehenden Geschäft wäre zwar einfach, ist aber nicht zwingend³⁵⁴. Dennoch kann das Ablehnen des Geschäfts den Umständen des Einzelfalls entsprechend geboten sein. Dies gilt natürlich nur für Fälle, in denen noch keine Ausführungsverpflichtung begründet wurde.

Treten Interessenkonflikte zwischen Anbieter und Kunden auf, sind diese immer zu Gunsten des Kunden zu erledigen. Bei Interessenkonflikten zwischen verschiedenen Kunden, sind die Orders nach dem Prioritätsprinzip zu behandeln bzw. durch eine Aufteilung pro rata zu lösen. In manchen Fällen ist eine vorherige Offenlegung notwendig. *Assmann*³⁵⁵ führt hier beispielsweise die Zuteilung von Aktien im Zuge eines Initial Public Offerings (IPO) an. In diesem Fall ist dem Kunden das Zuteilungsprinzip offenzulegen. Durch entsprechende Zuteilungskriterien ist es überdies möglich, erst gar keinen Interessenkonflikt entstehen zu lassen. Bei Interessenkonflikten zwischen verschiedenen Kunden hat der Anbieter nach dem Prinzip der Gleichbehandlung vorzugehen³⁵⁶. Ein solcher Konflikt kann etwa auftreten, wenn sowohl Kauf- als auch Verkaufsaufträge ohne Limit zum selben Papier vorliegen.

³⁵³ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 455.

³⁵⁴ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 244 f.

³⁵⁵ Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (45).

³⁵⁶ Haghofer/Mayer, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (586).

Können Interessenkonflikte durch alle Maßnahmen nicht gelöst werden, besteht als „ultima ratio“ die Pflicht zur Offenlegung³⁵⁷. *Koller* folgend sind Interessenkonflikte dann unvermeidbar, wenn sie „weder durch Aufklärung, Organisation, Gleichbehandlung, Ausführung nach Priorität noch durch zumutbare Ablehnung des Geschäfts vermieden werden können“³⁵⁸.

Der Kunde soll durch die Offenlegung des bestehenden Interessenkonflikts die Möglichkeit haben, über die Durchführung des beabsichtigten Geschäfts zu entscheiden. Dementsprechend muss die Offenlegung vor Ausführung des Auftrags erfolgen. Diese Offenlegung hat alle wesentlichen Umstände zu enthalten. Ihr Umfang richtet sich nach der Kundenkategorie. Die Informationen müssen auf einem dauerhaften Datenträger übermittelt werden. Der Anleger muss die Möglichkeit haben, vom Geschäft Abstand zu nehmen oder seinen Auftrag zu modifizieren. Will der Kunde das konfliktbehaftete Geschäft durchführen, so hat der Dienstleistungserbringer dies den allgemeinen Grundsätzen entsprechend ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse des Kunden zu erledigen.

Bezüglich der Häufigkeit der Offenlegung schweigen sowohl der europäische als auch der nationale Gesetzgeber. *Gruber*³⁵⁹ hält in diesem Zusammenhang fest, dass, wenn es sich um Standard-Konflikte handelt, die gleiche Art von Dienstleistung erbracht wird und sich die Umstände nicht ändern, auch in Bezug auf Privatkunden eine einmalige Offenlegung zu Beginn des Wertpapierdienstleistungsverhältnisses ausreicht.

Einen Konflikt bloß offenzulegen und sich die Zustimmung des Kunden zu holen, ohne die Pflichten zur Konfliktvermeidung eingehalten zu haben, reicht zwar aus, um zivilrechtliche Ansprüche des Kunden zu verhindern, aber die Verpflichtung zur organisationsbezogenen Interessenkonfliktvermeidung wird dadurch sehr

³⁵⁷ *Kreisl* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 249.

³⁵⁸ *Koller* in *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz² (1999), 703.

³⁵⁹ *Gruber*, Wertpapierdienstleistungen und Interessenkonflikte, ZFR 2009, 222 (227).

wohl verletzt³⁶⁰. Erwägungsgrund 27 der DRL schreibt vor, dass die Offenlegung von Interessenkonflikten keine Alternative zur Ergreifung von Maßnahmen der Interessenkonfliktvermeidung darstellt. Das stellt auch die FMA unmissverständlich fest und statuiert, dass die „Offenlegung des konkreten Interessenkonflikts ... als zwingende Folge der Grenzen der Vermeidungspolitik zu sehen“³⁶¹ ist. Der Konflikt kann allerdings auch dadurch bewältigt werden, dass der Rechtsträger vom konfligierenden Geschäft Abstand nimmt³⁶². Eine Verpflichtung dazu besteht wie die Ausführungen zur Offenlegung gezeigt haben nicht.

Die Rechtsträger sind verpflichtet, regelmäßig zu aktualisierende Aufzeichnungen über alle Arten von Wertpapierdienstleistungen, Nebendienstleistungen und Anlagetätigkeiten, bei denen ein Interessenkonflikt einem Kunden erheblich geschadet hat und über laufende Tätigkeiten, bei denen ein Interessenkonflikt auftreten könnte, zu führen. Dadurch soll es der Aufsichtsbehörde erleichtert werden, die Einhaltung der Pflichten im Umgang mit Interessenkonflikten zu kontrollieren³⁶³.

6.2.3 Erstellen von Finanzanalysen

Bei den Bestimmungen zur Festlegung der Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten erfährt die Finanzanalyse in der MiFID-DRL als einziger Geschäftsbereich eine spezielle Behandlung. Dies geschieht aus gutem Grund, da die Missbrauchsmöglichkeiten - wie prominente Beispiele aus Zeiten der „Internet Bubble“ gezeigt haben - wohl bei kaum einer anderen Tätigkeit so nahe liegend sind wie hier. Wertpapiere sind nicht mit üblichen Handelsgütern, die der

³⁶⁰ Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (46).

³⁶¹ FMA, Rundschreiben der FMA zur Interessenkonfliktproblematik bei bestimmten Vergütungssystemen vom 01.12.2009, 9.

³⁶² Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 452.

³⁶³ Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (47).

Verbraucher kennt, vergleichbar. Handelsobjekt sind Hoffnungen, es handelt sich also um Vertrauensgüter³⁶⁴. Das WAG widmet sich eingehend dieser Dienstleistung. Zuerst definiert § 36 den Begriff der Finanzanalyse und grenzt ihn von dem der Marketingmitteilung ab, der darauf folgende Paragraph stellt besondere organisatorische Anforderungen an die Erstellung solcher Analysen.

Finanzanalysen sind demnach von einem Rechtsträger erstellte Informationen über ein oder mehrere Finanzinstrumente oder die Emittenten von Finanzinstrumenten, die direkt oder indirekt eine Anlageempfehlung enthalten. *Kreisl*³⁶⁵ zufolge enthalten direkte Empfehlungen ein explizites Anlageurteil, wohingegen dies bei indirekten Empfehlungen nicht der Fall ist, es aber einem verständigen Anleger möglich ist, daraus eine Anlageempfehlung abzuleiten. Denkbar sind etwa Formulierungen wie „über- bzw untergewichten“, „bullish“, „Outperformer“, „Trading-Idee“ oder ähnliches. Ratings hingegen gelten nicht als Finanzanalyse, da sie keine Anlageempfehlung enthalten³⁶⁶. Laut BaFin liegt eine Information dann vor, wenn der Eindruck hervorgerufen wird, dass eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Instrument bzw dem Emittenten stattgefunden hat³⁶⁷.

Die Finanzanalyse muss ausdrücklich als solche bezeichnet sein, bzw den Anschein einer objektiven oder unabhängigen Analyse erwecken. So soll die unbeeinflusste Analysetätigkeit von Werbe- und Marketingmitteilungen abgegrenzt werden³⁶⁸. Ebenso sind Empfehlungen, die eine Anlageberatung darstellen keine Finanzanalysen. Wie *Lucius/Resch*³⁶⁹ ausführen, richtet sich die Empfehlung eines Finanzanalysten immer an die breite Öffentlichkeit, wohingegen sich die Empfehlung eines Anlageberaters an eine bestimmte ihm

³⁶⁴ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 460.

³⁶⁵ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 251.

³⁶⁶ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005), 216.

³⁶⁷ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 463.

³⁶⁸ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 251.

³⁶⁹ Lucius/Resch, Die Umsetzung von Analysestandards in Österreich – Ein Regulierungsmodell für Europa?, ÖBA 2005, 587 (588).

persönlich bekannte Person richtet und auf seine persönlichen Umstände abstellt. Empfehlungen, die sich auf Finanzinstrumente beziehen, aber die Bedingungen für Analysen nicht erfüllen, werden als Marketingmitteilungen³⁷⁰ behandelt und sind auch so zu kennzeichnen³⁷¹. Darüber hinaus müssen sie einen klaren und deutlichen Hinweis darauf enthalten, dass sie nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und nicht dem Verbot des Handelns im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegen.

Erbringt ein Rechtsträger die Wertpapiernebenendienstleistung der Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Finanzanalysen, so hat er Vorkehrungen zum Management von Interessenkonflikten zu treffen³⁷². Neben den allgemeinen Vorschriften sieht § 37 Abs 2 WAG noch weitere Regelungen vor.

Zum einen gibt es für die Analysten und weitere relevante Personen - dabei handelt es sich um Personen, die den Zeitplan oder Inhalt der Analyse kennen - ein Handelsverbot. Ausgenommen sind Market Making und unaufgeforderte Kundenorders. Dieses Handelsverbot gilt solange, bis die Analyse öffentlich bekannt wird. Dabei ist auch auf die Art und Weise der Veröffentlichung Bedacht zu nehmen. Angesichts der Geschwindigkeit der Märkte wird jedenfalls am Tag nach der Veröffentlichung kein Vorteil mehr gegenüber anderen Marktteilnehmern gegeben sein, womit die Frist der Handelsbeschränkung wohl mit dem Tag der Veröffentlichung enden wird³⁷³.

Darüber hinaus dürfen Analysten persönliche Geschäfte, die der abgegebenen Empfehlung widersprechen nur unter außergewöhnlichen Umständen - etwa

³⁷⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.2.2.1, Seite 140 f.

³⁷¹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 466.

³⁷² Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 258.

³⁷³ Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (48).

persönliche finanzielle Härtefälle³⁷⁴ - und mit vorheriger Genehmigung durch den Compliance Officer tätigen³⁷⁵.

Weiters ist es den Analysten und relevanten Personen verboten, Vorteile iSd § 39 WAG von Personen anzunehmen, die ein wesentliches Interesse am Gegenstand der Finanzanalyse haben. Im Gegensatz zu der unter bestimmten Voraussetzungen möglichen Vorteilsannahme des § 39 handelt es sich dabei um ein absolutes Verbot³⁷⁶. Kleinere Geschenke und Einladungen sind allerdings im Rahmen der vom Rechtsträger aufgestellten Grundsätze erlaubt. Ebenso ist es untersagt, dem Emittenten eine „günstige Analyse“ zu versprechen. Schließlich ist es nicht gestattet, dem Emittenten die Analyse zur Begutachtung vorzulegen. Ausgenommen ist eine Begutachtung nach rechtlichen Gesichtspunkten.

Für das bloße Weiterleiten von Finanzanalysen müssen keine Maßnahmen für den Umgang mit Interessenkonflikten implementiert werden. Dies gilt unter der Voraussetzung, dass der Analyst nicht der selben Gruppe angehört wie der Rechtsträger, die Analyse nicht wesentlich abgeändert wird, nicht als vom Anbieter selbst verfasst dargestellt wird und es sichergestellt ist, dass der Verfasser der Analyse dem WAG gleichwertige Bestimmungen einzuhalten hat bzw dementsprechende interne Vorschriften festgelegt hat. Für europäische Wertpapierfirmen und Kreditinstitute ist dies anzunehmen³⁷⁷.

³⁷⁴ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 475.

³⁷⁵ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 259.

³⁷⁶ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 475.

³⁷⁷ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 261.

6.3 Gewährung und Annahme von Vorteilen

6.3.1 Allgemeines Verbot

Die Bestimmungen über die sogenannten „Inducements“, darunter versteht man externe also von Dritten geschaffene Anreize, sind dem österreichischen Wertpapieraufsichtsrecht neu. Das WAG 2007 schreibt nun vor, dass ein Rechtsträger nicht ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse seiner Kunden handelt, wenn er Vorteile gewährt oder annimmt. Es besteht jedenfalls die Gefahr eines Interessenkonflikts. Der Dienstleister kann angesichts des Versprechens eines Vorteils zu opportunistischem Handeln verführt werden und seine Interessen über die des Kunden stellen. Dieses Risiko steigt umso mehr, als die von außen kommenden Vorteile oft vom Kunden nicht zu erkennen sind³⁷⁸. Es kommt nicht darauf an, ob es die Absicht des Zuwendenden war, die Dienstleistung auf irgendeine Art und Weise zu beeinflussen³⁷⁹. Vergütungen, die der Kunde wissentlich bezahlt, begründen allerdings keinen Interessenkonflikt³⁸⁰. Durch die gegenständliche Bestimmung des § 39 WAG soll jeder Einfluss auf die Empfehlung des Anbieters durch jedwede Art von Vorteilen ausgeschlossen werden³⁸¹.

Das ist auch notwendig, da, wie *Rozok*³⁸² festhält, jegliche geldwerten Vorteile an Mitarbeiter oder Organe eines Wertpapierdienstleisters zumindest potentiell geeignet sind, Interessenkonflikte hervorzurufen. Besonders evident ist die Gefahr, wenn Vergütungen für konkret genannte Produkte vorgesehen sind³⁸³.

³⁷⁸ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (49).

³⁷⁹ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 516.

³⁸⁰ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 19.

³⁸¹ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 156.

³⁸² *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (220).

³⁸³ *FMA*, Rundschreiben der FMA zur Interessenkonfliktproblematik bei bestimmten Vergütungssystemen vom 01.12.2009, 4.

Ein striktes Verbot ist *Assmann*³⁸⁴ folgend einer reinen Offenlegungs-Lösung vorzuziehen, da anderenfalls Anleger Geschäfte mit Anbietern, die nicht auf die Zuwendungen Dritter verzichten wollen, ablehnen müssten. Allerdings gibt es Fälle, in denen es bei Offenlegung erlaubt ist, Vorteile anzunehmen bzw zu gewähren. Dies ist konsequent und folgt den allgemeinen Grundsätzen im Umgang mit Interessenkonflikten.

An dieser Stelle sei angemerkt, dass es auch, abgesehen von der neuen Regelung des Wertapieraufsichtsgesetzes nach allgemeinem Zivilrecht, ein entsprechendes Verbot der Annahme von Vorteilen gibt. Der Kunde und der Finanzintermediär stehen regelmäßig in einem Geschäftsbesorgungsverhältnis nach den §§ 1002 ff ABGB. *Koziol*³⁸⁵ führt hierzu aus, dass jegliche Zuwendungen die ohne Willen des Machtgebers gegeben werden nicht erlaubt sind. Es genügt, dass „die Zuwendung die abstrakte Gefahr herbeiführt, dass der Beauftragte bei der Besorgung der Geschäfte die Interessen des Kunden nicht mehr uneingeschränkt wahrte“³⁸⁶.

Bei der Frage, was alles unter die verbotenen Vorteile fällt, geht das WAG von einem weiten Begriffsverständnis aus. Das Verbot umfasst Gebühren, Provisionen, sonstige Geldleistungen oder nicht in Geldform angebotene Zuwendungen. Somit alle Zuwendungen, die ein Rechtsträger im Zusammenhang mit der Erbringung der Wertpapierdienstleistung bzw Nebendienstleistung gewährt oder annimmt, außer den normalen Gebühren und Entgelten³⁸⁷. Darunter fallen auch das Bereitstellen von Software, Schulungen und Seminare³⁸⁸. Der Vorteil muss im Zusammenhang mit der Dienstleistung erfolgen. *Rozok* will diesen Zusammenhang weit verstanden wissen. Demzufolge

³⁸⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (49).

³⁸⁵ *Koziol*, Die Haftung der depotführenden Bank bei Provisionsvereinbarungen mit externen Vermögensverwaltern ihrer Kunden, ÖBA 2003, 483 (484).

³⁸⁶ *Koziol* ebenda.

³⁸⁷ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 279.

³⁸⁸ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 158.

ist „jede Form eines geldwerten Vorteils, die potentiell geeignet ist, einen Interessenkonflikt bei der Erbringung der Wertpapierdienstleistung hervorzurufen, ... als Zuwendung“³⁸⁹ zu sehen. Vom Verbot erfasst sind auch jene Zuwendungen, die nicht einer Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung zugeordnet werden können, sondern auch solche, die den Rechtsträger dennoch dazu veranlassen könnten, den Zuwendenden bevorzugt zu behandeln³⁹⁰.

Weder die MiFID-DRL noch das WAG enthalten Bestimmungen über Bagatellausnahmen. Allerdings sieht Erwägungsgrund 32 der DRL vor, dass kleine Geschenke und Einladungen im Bereich der Finanzanalysen nicht als Anreiz betrachtet werden, sofern sie das nach den Grundsätzen der Wertpapierfirma für Interessenkonflikte - die den Kunden vorher dargelegt wurden - zulässige Ausmaß nicht übersteigen³⁹¹. In Anbetracht der Gleichheit der Interessenlage gilt dies nach herrschender Meinung auch für Zuwendungen nach § 39 WAG³⁹². Kleinere Geschenke und Einladungen, die also nicht über das in der „Conflicts of Interest Policy“ vorgesehene Maß hinausgehen sind nicht als verbotene Anreize zu betrachten³⁹³. Entscheidend ist, dass es sich um nicht wiederkehrende Zuwendungen handelt, die in einer Größenordnung liegen, die einer unvoreingenommenen Erbringung der Dienstleistung nicht entgegenstehen³⁹⁴. Anderer Meinung ist *Gruber*³⁹⁵, der meint, dass die Ausnahme für Finanzanalysen nicht auf das allgemeine Verbot von Inducements übertragbar ist. Er fordert, dass auch kleine Geschenke und Einladungen darauf zu überprüfen sind, ob sie die Qualität der Dienstleistung verbessern und ob sie den Rechtsträger darin beeinträchtigen, seine Dienstleistung im besten Interesse

³⁸⁹ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (219).

³⁹⁰ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 515.

³⁹¹ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 161.

³⁹² *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 283.

³⁹³ *CESR*, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007, Punkt 4.

³⁹⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (50).

³⁹⁵ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 524.

des Kunden zu erbringen. Nach Ansicht des Autors dieser Arbeit werden diese beiden Ansätze im Ergebnis keine allzu unterschiedlichen Ergebnisse liefern.

Bei tatsächlich geringen Beträgen wird wohl in keinem Fall ein wirklicher Anreiz geschaffen, die Interessen des Kunden nicht zu berücksichtigen. Wenn bei Einladungen über den Markt bzw über Produkte gesprochen wird, was in mehr oder weniger großem Ausmaß geschehen wird, dient dieser Gedankenaustausch auch der Qualitätsverbesserung. Einzig bei den kleinen Geschenken werden die von *Gruber* geforderten Bedingungen nicht erfüllt sein. Warum aber beispielsweise ein Berater hier anders zu behandeln sein soll als ein Analyst, ist allerdings nicht nachvollziehbar.

6.3.2 Ausnahmen

Wie bereits angedeutet nimmt das WAG einige Fälle vom Verbot der Annahme bzw Gewährung von Vorteilen aus. Die erste Ausnahme betrifft Vorteile, die dem oder vom Kunden oder einer in seinem Auftrag handelnden Person gewährt werden. Unter bestimmten Voraussetzungen, vor allem der Offenlegung, können auch Vorteile, die von oder an Dritte gewährt werden, vom Verbot des § 39 WAG ausgenommen sein. Dabei handelt es sich insbesondere um Retrozessionen - also Rückvergütungen bzw sogenannte „kick backs“ - und Bestandsprovisionen. Eine weitere Ausnahme besteht für Vorteile, die die Erbringung der Dienstleistung ermöglichen oder dafür erforderlich sind, sofern sie nicht geeignet sind, Interessenkonflikte zwischen Rechtsträger und Kunde hervorzurufen.

Den von MiFID u DRL beschrittenen Weg, dem strikten Verbot von Inducements eine Reihe von Ausnahmen zur Seite zu stellen, kritisiert *Assmann*³⁹⁶ dahingehend, dass er die Ausnahmen für sachlich nicht gerechtfertigt hält. Er hält die vorliegende Lösung als eine „in sich widersprüchliche und durch die mit den Ausnahmetatbeständen verbundenen Offenlegungspflichten schwierig zu

³⁹⁶ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (49).

handhabende Regelung“³⁹⁷ und unterstellt, dass „eher Interessengruppen, als rechtspolitische Vernunft am Werk waren“³⁹⁸. Auch *Wilhelm*³⁹⁹ spart nicht mit zynischer Kritik an der Vorgangsweise der DRL und der RL-konformen Umsetzung durch das WAG 2007. Nicht unbegründet ist er der Meinung, dass durch die Ausnahmen im Bereich der von Dritten gewährten Vorteile das Verbot eigentlich gänzlich ausgehebelt wird.

Die einzelnen Ausnahmen und die daraus resultierenden Probleme stellen sich wie folgt dar.

6.3.2.1 Gewährung dem Kunden oder vom Kunden

Dass die Annahme von Vorteilen durch den Kunden vom generellen Verbot des § 39 WAG ausgenommen ist, ist relativ eindeutig, da in so einer Konstellation auch gar kein Interessenkonflikt vorliegt⁴⁰⁰.

Wird der Vorteil aber einer im Auftrag des Kunden handelnden Person gewährt, muss näher unterschieden werden. Hier stellt *CESR*⁴⁰¹ klar, dass sich der Kunde bewusst sein muss, dass der Vorteil für ihn empfangen oder gewährt wurde. Ein Geschäftsbesorgungsverhältnis zwischen Kunde und Anbieter an sich reicht für die Ausnahme nicht aus, da *Brandl/Klausberger*⁴⁰² folgend das Verbot leer liefe, wäre jede Zuwendung an einen Beauftragten des Kunden ausgenommen, da der Finanzintermediär ja gerade deshalb in einen Interessenkonflikt gerät, da er Beauftragter des Kunden ist. In diesem Sinne sollte von konkludenter

³⁹⁷ *Assmann* Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (49).

³⁹⁸ *Assmann* ebenda.

³⁹⁹ *Wilhelm*, Inducements nach Wertpapieraufsichtsgesetz neu, *ecolex* 2007, 653 (653).

⁴⁰⁰ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (50).

⁴⁰¹ *CESR*, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007, Punkt 8.

⁴⁰² *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 280.

Zustimmung des Kunden zu Zahlungen an einen Dienstleister nur ausnahmsweise ausgegangen werden, da andernfalls der Gesetzeszweck leicht zu umgehen wäre⁴⁰³. Ein Beispiel hierfür wäre, wenn der Kunde davon ausgehen muss, dass ein Vermögensverwalter das Entgelt von einem Dritten erhält und dies widerspruchsfrei zur Kenntnis nimmt⁴⁰⁴. Eine Fiktion des Bestehens eines Zahlungsauftrags oder die Einholung einer Zahlungsanweisung durch AGB wird jedenfalls abgelehnt⁴⁰⁵.

Gewährt der Kunde selbst einen Vorteil, so weiß er genau was er zahlt, insofern ist die Ausnahme vom Verbot gerechtfertigt⁴⁰⁶. Zu denken ist hierbei vor allem an Ausgabeaufschläge, die direkt vom Kunden an die Kapitalanlagegesellschaft geleistet werden (auch wenn die KAGs vom WAG ausgenommen sind) bzw an Kreditinstitute als Emittenten. Ebenso gilt die Ausnahme, wenn der Kunde das Agio direkt an den Vermittler bezahlt⁴⁰⁷. Gleiches gilt, wenn die KAG lediglich als Zahlstelle für den Rechtsträger auftritt und das ihm zustehende Entgelt unter Offenlegung gegenüber dem Kunden an ihn weiterreicht⁴⁰⁸. Das gilt nicht für Rückvergütungen, die der Anbieter aus vom Anleger an die KAG selbst geleisteten Mitteln erhält.

Bei sogenannten „inter-group-inducements“, also Zuwendungen an/von Unternehmen innerhalb eines Konzerns, gilt die Ausnahme nicht. Der Leistende/Annehmende ist in solchen Fällen als Dritter anzusehen⁴⁰⁹.

⁴⁰³ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 20.

⁴⁰⁴ Koziol, Die Haftung der depotführenden Bank bei Provisionsvereinbarungen mit externen Vermögensverwaltern ihrer Kunden, ÖBA 2003, 483 (484).

⁴⁰⁵ Rozok, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (220).

⁴⁰⁶ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 20.

⁴⁰⁷ Zahradnik/Gutmann in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 159.

⁴⁰⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 280.

⁴⁰⁹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 518.

6.3.2.2 Gewährung einem Dritten oder von einem Dritten

Nach § 39 Abs 3 Z 2 WAG sind Vorteile, die einem Dritten oder einer in seinem Auftrag handelnden Person oder von einer dieser Personen gewährt werden, dann zulässig, wenn sie offengelegt werden und darauf ausgelegt sind, die Qualität der Dienstleistung für den Kunden zu verbessern. Darüber hinaus darf der Vorteil nicht geeignet sein, einen Interessenkonflikt beim Anbieter hervorzurufen. Dritte iSd Regelung sind alle außerhalb des Verhältnisses zwischen dem Rechtsträger und seinem Kunden stehende Personen⁴¹⁰. Somit sind auch Zuwendungen anderer Unternehmen innerhalb einer Unternehmensgruppe von der Regelung erfasst⁴¹¹.

Bei den gegenständlichen Vorteilen handelt es sich insbesondere um Rückvergütungen (Retrozessionen oder „kick backs“) sowie um Bestandsprovisionen. Bei ersteren handelt es sich um besondere Formen der Innenprovision. Charakteristisch für diese Leistungen ist, dass der Anbieter vom Kunden vergütet wird und darüber hinaus noch von einem Dritten Zuwendungen erhält. Dazu kommt es vor allem bei der Tätigkeit von externen Vermögensverwaltern, die von der depotführenden Bank umsatzabhängig Provisionen erhalten. Auch wenn diesen Zuwendungen Entgeltcharakter eingeräumt wird, schaffen sie auch Anreize für die depotführenden Banken und können eventuell auch Interessenkonflikte hervorrufen⁴¹².

Bestandsprovisionen sind laufende periodische Provisionen, die sich am Bestand eines bestimmten Produkts orientieren. Auch diesen Zahlungen wohnt einerseits eine Vergütungskomponente und andererseits ein Anreiz zu opportunistischem Verhalten des Wertpapierdienstleisters - nämlich die Produkte zu forcieren, die eine höhere Provision mit sich bringen - inne. *Rozok*⁴¹³ hält fest, dass es sich

⁴¹⁰ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (219).

⁴¹¹ *Heybey*, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008, 353 (358).

⁴¹² *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (53).

⁴¹³ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (219).

hierbei eigentlich nicht um reine Bestandsprovisionen sondern vielmehr um Vertriebsfolgeprovisionen handelt.

Nicht erfasst sind reine Innenprovisionen, deren wichtigster Fall wohl die Vergütung des Vermittlers durch die Anlagegesellschaft darstellt. Diese bieten laut *Assmann*⁴¹⁴ auch kein zusätzliches Potential für Interessenkonflikte. Sie sind nicht als Inducement zu betrachten, sondern vielmehr als ebenfalls vom Verbot ausgenommenes Leistungsentgelt. Das gilt nur für marktübliche Entgelte, überhöhte oder umsatzbezogen ausgestaltete Zuwendungen sind nicht ausgenommen⁴¹⁵. Nicht vom Verbot erfasst sind allerdings interne Bonus-Programme⁴¹⁶.

Fraglich ist die Vorgangsweise bei den sogenannten „Upfronts“⁴¹⁷. *Winternitz/Aigner*⁴¹⁸ unterscheiden danach, ob Handel stattfindet oder nicht. Wird beispielsweise ein Zertifikat um 100 gehandelt, die Bank bezieht es um 98 und gibt es dem Kunden um 100 weiter, liegt den zitierten Autoren zufolge bei dieser Marge kein Vorteil iSd § 39 Abs 3 Z 2 WAG vor, da der Drittbezug fehlt. Fließt die Differenz direkt an einen mangels Bankkonzession nicht zum Handel berechtigten Vermögensverwalter, ist die Provision hingegen offenlegungspflichtig. Würde der Vorteil an Dritte - bspw externe Vermögensverwalter - weitergegeben werden, würde es sich um eine grundsätzlich verbotene Zuwendung handeln. Inwieweit diese „Handelsgewinne“, auch wenn sie keine Inducements iSd WAG sind, den Wohlverhaltensregeln entsprechen sei dahingestellt. Diese für den Kunden in der Regel nicht sichtbaren - und teils beträchtlichen - Margen entsprechen wohl ganz und gar nicht einem Handeln im Interesse des Kunden.

⁴¹⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (53).

⁴¹⁵ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 524.

⁴¹⁶ *CESR*, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007, Punkt 2.

⁴¹⁷ *Zahradnik/Gutmann* bezeichnen sie als Einkaufsvorteile, *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 159.

⁴¹⁸ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 22.

Als erste echte Zulässigkeitsvoraussetzung für solche Anreize sieht das Gesetz die Offenlegung der Zuwendung vor. Diese hat vor Erbringung der Dienstleistung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise zu erfolgen. Neben der Tatsache, dass ein Vorteil gewährt wurde, müssen Art und Betrag, wenn dieser nicht feststellbar ist, die Art und Weise seiner Berechnung, festgehalten werden. Der Kunde soll in die Lage versetzt werden, das Umsatzinteresse des Anbieters hinsichtlich der gegenständlichen Dienstleistung einzuschätzen und die Gefährdung seiner Interessen durch eigenwirtschaftliche Motive des Rechtsträgers abschätzen zu können⁴¹⁹. Da der Kunde aber in der Regel keine Kenntnis davon hat, wie hoch etwaige Provisionen bei anderen Produkten wären, bringt ihm diese Information keine zusätzliche Erkenntnis⁴²⁰. Die Pflicht zur Offenlegung entfällt auch dann nicht, wenn der Anleger einen Teil der Rückvergütungen gutgeschrieben bekommt⁴²¹.

In einer dauernden Geschäftsbeziehung muss der Anbieter die Zuwendung nicht vor jedem neuen individuellen Geschäft offen legen. Es genügt eine einmalige, sollte sich die Produktpalette ändern, allenfalls eine jährliche Offenlegung⁴²². Ergeben sich allerdings Änderungen betreffend der Zuwendungen, ist vor dem nächsten Geschäftsfall eine neuerliche Offenlegung unumgänglich⁴²³. Die Informationen können dem Kunden auch in Form einer Zusammenfassung übermittelt werden. Er soll dabei eine fundierte Entscheidungsbasis vermittelt bekommen. Die Gesamtzusendungen müssen in Absolutbeträgen oder in Prozentsätzen angegeben werden. Ist dies nicht möglich, müssen eine entsprechende Bandbreite oder zumindest Berechnungsmethoden bzw Ermittlungskriterien ausgewiesen werden. Bei Staffelp provisionen ist der höchstmögliche Betrag anzugeben. Komplizierte Rechenformeln und

⁴¹⁹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 522.

⁴²⁰ Zingel/Rieck, Die neue BGH-Rechtsprechung zur Offenlegung von Rückvergütungen, BKR 2009, 353 (354).

⁴²¹ LG Heidelberg, Urt v 31.7.2008 – 3 O 98/08 in BKR 2008, 435 (436).

⁴²² Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 283.

⁴²³ Rozok, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (225).

finanztechnische Begriffe sind zu vermeiden⁴²⁴. In Vertriebsketten sind all jene Dienstleister offenlegungspflichtig, die direkten Kundenkontakt haben⁴²⁵. Auf Anfrage des Kunden hat der Rechtsträger allerdings alle Einzelheiten bekannt zu geben.

Die Pflicht zur Offenlegung von Rückvergütungen haben mittlerweile sowohl der deutsche BGH⁴²⁶ als auch der OGH⁴²⁷ bestätigt. In letzterer Entscheidung stellte das Höchstgericht auch nach dem im vorliegenden Fall anzuwendenden „alten“ WAG 1996 fest, dass der Anbieter von Finanzdienstleistungen Interessenkonflikte zu vermeiden und dem Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen hat. Dementsprechend müssen auch Retrozessionsvereinbarungen in verständlicher Art und Weise offen gelegt werden.

Weiters muss die Zuwendung von bzw an Dritte, um vom Verbot des § 39 WAG ausgenommen zu sein, darauf ausgelegt sein, die Qualität der Dienstleistung für den Kunden zu verbessern. Mit dieser letztendlich gewählten Formulierung will der Gesetzgeber klarstellen, dass es um eine abstrakte Eignung zur Qualitätsverbesserung geht. Diese ist ex ante nach allgemeinen Maßstäben zu beurteilen⁴²⁸. Ein tatsächlicher Erfolg kann also nicht verlangt werden. Ebensowenig ist es gefordert, dass sich die Qualitätsverbesserung auf eine individualisierte Dienstleistung bezieht⁴²⁹. Da sowohl Rückvergütungen als auch Bestandsprovisionen Entgeltcharakter haben, haben sie jedenfalls das Potential die Qualität der Dienstleistung zu verbessern und ein möglicher

⁴²⁴ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 522.

⁴²⁵ Zahradnik/Gutmann in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 160.

⁴²⁶ BGH 19.12.2006, XI ZR 56/05, BKR (2007), 160.

⁴²⁷ OGH 7.11.2007, 6 Ob 110/07f, ZFR (2008), 64.

⁴²⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 281.

⁴²⁹ Heybey, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008, 353 (359).

Interessenkonflikt sollte durch Offenlegung bereinigt werden⁴³⁰. In diesem Fall löst sich das Problem dann von selbst. Schließt der Kunde in Kenntnis der Vergütung den Vertrag ab, so erklärt er sich zumindest konkludent einverstanden⁴³¹.

*Zahradnik/Gutmann*⁴³² führen aus, dass Geld in der Regel dazu geeignet ist, eine Qualitätsverbesserung herbeizuführen, da damit Mitarbeiter, Infrastruktur und Informationsmaterial bezahlt werden können, womit auch laufenden Bestandsprovisionen die Eignung zur Qualitätsverbesserung zuzuerkennen ist. Ob diese Mittel allerdings auch tatsächlich für die angesprochenen Maßnahmen verwendet werden ist natürlich nur schwer zu überprüfen. Die Eingänge werden in der Praxis kaum zweckgebunden verbucht werden. *Assmann* ist der Meinung, dass dem Gesetz jedenfalls genüge getan ist, wenn die Zuwendungen „nach den Voraussetzungen unter denen sie anfallen, und nach der Höhe, in der sie erbracht werden, keinen ins Gewicht fallenden Anreiz zu einem pflichtwidrigen Verhalten schaffen“⁴³³. Dies gilt etwa für Schulungen und Informationen, die der Emittent von Produkten anbietet. Ebenso für die Errichtung und Erhaltung hochwertiger Infrastruktur, die für den Handel von Finanzinstrumenten verwendet wird und zwar unabhängig von der dahinterstehenden Wertpapierdienstleistung⁴³⁴. Auch das Zurverfügungstellen von Researchmaterial oder Finanzanalysen ist ein finanzieller Vorteil, der dem Regime des § 39 unterliegt. Der qualitätsfördernde Effekt ist allerdings auch gegeben, wenn er nicht einem einzelnen Kunden zugute kommt, sondern insgesamt eine Verbesserung der Leistungen des Anbieters bewirkt⁴³⁵.

⁴³⁰ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (53 u 54).

⁴³¹ *Koch*, Von Rücktritten und Retrozessionen, ÖBA 2008, 475 (482).

⁴³² *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 160.

⁴³³ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (52).

⁴³⁴ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (221).

⁴³⁵ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 526.

Bei Verkaufsprovisionen zu Drittprodukten sieht *Koch*⁴³⁶ eine Qualitätssteigerung dadurch gegeben, dass damit die Produktpalette des Anbieters erweitert wird. Auch den Bestandsprovisionen billigt er grundsätzlich die geforderte Wirkung zu, da dadurch eine laufende Betreuung der Kunden im Zusammenhang mit dem Produkt gewährleistet ist. Das ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nicht ganz so eindeutig gegeben. Nur weil ein Produkt im Bestand ist, bedeutet das nicht automatisch, dass der Kunde darüber laufend informiert wird. Im Bedarfsfall wird der Wertpapierdienstleister aber sicherlich leichter an Informationen seitens des Drittanbieters herankommen.

Ob eine qualitätsverbessernde Maßnahme vorliegt, wird wohl einzelfallbezogen zu prüfen sein. Es ist daher zu befürchten, dass es in den unterschiedlichen Mitgliedstaaten keine einheitlichen Kriterien geben wird⁴³⁷.

Ein Interessenkonflikt besteht jedenfalls, wenn die Zuwendung nach Art und Höhe außergewöhnlich ist⁴³⁸. Wobei hier auch auf die relative Höhe abzustellen ist⁴³⁹. *Zahradnik/Gutmann*⁴⁴⁰ meinen, dass allein die Empfehlung eines Produktes, das eine höhere Provision mit sich bringt, - bei gleichzeitiger Offenlegung dieser Tatsache - noch keinen Interessenkonflikt begründet. Ganz so einfach kann man es sich in diesem Fall aber nicht machen. Stehen mehrere Instrumente zur Auswahl und der Dienstleister entscheidet sich für das, das ihm die höchste Zuwendung bringt, muss schon sehr genau hinterfragt werden, ob nicht ein Interessenkonflikt und vielleicht sogar pflichtwidriges Verhalten vorliegen. Es wird zu überprüfen sein, ob das ausgewählte Produkt zum Empfehlungszeitpunkt das am besten geeignete für den Anleger war oder

⁴³⁶ *Koch*, Von Rücktritten und Retrozessionen, ÖBA 2008, 475 (483).

⁴³⁷ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (52).

⁴³⁸ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 161.

⁴³⁹ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (52).

⁴⁴⁰ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 161.

eventuell ein anderes mit geringerer Provision. Eindeutig ist hingegen der Fall, in dem ein Verwalter um der Zuwendungen willen das Portfolio des Kunden oftmals umschichtet, also „Churning“ betreibt⁴⁴¹. Diese Spesenschinderei verstößt jedenfalls gegen die Interessenwahrungspflicht.

Erwägungsgrund 39 der MiFID-DRL schafft de facto eine Bereichsausnahme für die Anlageberatung und die Abgabe allgemeiner Empfehlungen, indem es da heißt, dass man davon ausgehen kann, dass die Annahme einer Provision durch einen Rechtsträger, der diese Dienstleistungen erbringt, eine qualitative Verbesserung der Anlageberatung bezweckt, sofern die Beratung bzw die Empfehlung trotz Annahme der Zuwendung unvoreingenommen erbracht wird⁴⁴². Das ist jedenfalls der Fall, wenn alle aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen Anforderungen an die Beratung erfüllt sind⁴⁴³.

*Assmann*⁴⁴⁴ steht diesem Lösungsansatz sehr kritisch gegenüber und er merkt an, dass gerade bei der Anlageberatung die Gefahr von Interessenkonflikten aufgrund Zuwendungen Dritter am größten ist und der Kunde am ehesten auf objektive Beratung angewiesen ist. Die Gefahr, dass sich der Berater eher von der Höhe der Provision als vom Kundeninteresse leiten lässt ist unzweifelhaft gegeben. Eine Aufklärung ist auch dann wenig hilfreich, wenn dem Kunden keine geeignete Ausweichmöglichkeit zur Verfügung steht⁴⁴⁵.

Argumente, die für eine Zulässigkeit dieser Bereichsausnahme sprechen, findet *Rozok*⁴⁴⁶. Er meint, dass der personelle und auch der sachliche Aufwand bei einer solchen Dienstleistung erheblich ist, und diese ohne entsprechende

⁴⁴¹ Vgl dazu die Ausführungen unter 6.2.1, Seite 83.

⁴⁴² *Brandl/Klausberger in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 282.

⁴⁴³ *Heybey*, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008, 353 (360).

⁴⁴⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (51).

⁴⁴⁵ *Heybey*, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008, 353 (362).

⁴⁴⁶ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (221).

finanzielle Gegenleistung nicht erbracht werden kann und tritt sogar dafür ein, die Ausnahmeregelung auch auf das beratungsfreie- und das Execution Only-Geschäft auszuweiten.

Zweifelsohne sind nicht zu unterschätzende Ressourcen notwendig, um eine ordentliche Beratungsleistung zu erbringen. Geschulte Mitarbeiter, Research-Material und eine technisch hochwertige Infrastruktur haben ihren Preis. Dennoch ist die Gefahr eines Interessenkonfliktes sehr stark gegeben. Denn eine Zuwendung, mit der man den Betrieb gerade aufrecht erhalten kann, ist das Eine, eine Zuwendung, mit der man nach Kosten gut verdient, das Andere.

Darüber hinaus ist nicht immer das „teurere“ Produkt auch das Bessere für den Kunden. Daher ist wie der Autor dieser Arbeit meint, sehr genau darauf zu achten, ob die Beratung bzw die Empfehlung trotz Annahme der Zuwendung unvoreingenommen erbracht wird. Insofern ist die Kritik *Assmanns* durchaus gerechtfertigt. Die angesprochene Ausweitung der Vermutung der Qualitätsverbesserung durch jegliche Zuwendungen auf beratungsfreies Geschäft und Execution Only würde hingegen kein allzu großes Konfliktpotential mit sich bringen, da bei diesen Dienstleistungen der Anleger mit der festen Absicht, ein bestimmtes Produkt zu erwerben, an den Anbieter herantritt. Ob dieser in der Folge eine höhere oder niedrigere Provision von einem Dritten erhält, hat keine Auswirkung auf den Anlagewunsch des Kunden und dieser kann auch nur schwer in eine bestimmte Richtung gedrängt werden.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass bei den meisten Zuwendungen, die Rechtsträger von Dritten erhalten, ein gewisses Interessenkonfliktpotential gegeben ist, es aber dennoch erlaubte Ausnahmen gibt. Einerseits ist der Wettbewerb um Inducements und damit die Kosten einer Wertpapierdienstleistung aufgrund nur schwer herstellbarer Transparenz und Kontrollierbarkeit wettbewerbsrechtlich bedenklich⁴⁴⁷, andererseits wäre ohne laufende Vergütungselemente wie Retrozessionen und Bestandsprovisionen der

⁴⁴⁷ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (49).

Aufwand für Ausbildung, Schulung und Bezahlung qualifizierter Berater und die stetige Weiterentwicklung technischer Orderressourcen nicht möglich⁴⁴⁸.

Um dieses Spannungsverhältnis zu lösen, darf die Zuwendung, auch wenn sie die Qualität der Dienstleistung verbessert, nicht ihrer ordnungsgemäßen Erbringung entgegenstehen. Die Überprüfung dieses Aspekts wird in der Praxis sicher schwierig sein, sollte aber dennoch mit aller Konsequenz und Sorgfalt durchgeführt werden. Darüber hinaus ist eine Offenlegung des Vorteils durchzuführen. Ein Rechtsträger, der seinen Organisationspflichten und vor allem seiner Pflicht, Interessenkonflikte zu vermeiden und gegebenenfalls offen zu legen, nachkommt, wird vom generellen Verbot des § 39 WAG ausgenommene Zuwendungen annehmen dürfen. Insofern ist die eingangs beschriebene Kritik *Wilhelms*⁴⁴⁹ durchaus berechtigt, da außer im Fall grober Falschberatung alle möglichen Vorteile gewährt und angenommen werden dürfen, womit das Verbot von Zuwendungen Dritter in der Tat nahezu leer läuft.

6.3.2.3 Ermöglichung der Dienstleistung

Die letzte im Gesetz vorgesehene Ausnahme betrifft Vorteile, die die Erbringung der Dienstleistung ermöglichen oder für diese erforderlich sind. Namentlich nennt § 39 Abs 3 Z 3 WAG Verwahrungsgebühren, Abwicklungs- und Handelsplatzgebühren, Verwaltungsgebühren und gesetzliche Gebühren. *CESR*⁴⁵⁰ stellt dazu klar, dass es sich lediglich um eine demonstrative Aufzählung handelt. Auch diese Zuwendungen dürfen, um vom generellen Verbot ausgenommen zu sein, nicht geeignet sein, Interessenkonflikte beim Anbieter hervorzurufen. Entscheidend ist, ob die Zahlung notwendige Voraussetzung für

⁴⁴⁸ *Rozok*, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007, 217 (222).

⁴⁴⁹ *Wilhelm*, Inducements nach Wertpapieraufsichtsgesetz neu, ecolex 2007, 653 (653).

⁴⁵⁰ *CESR*, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007, Punkt 10.

die Erbringung der Dienstleistung ist⁴⁵¹. Entgelte, die der Rechtsträger selbst einhebt, fallen nicht unter die gegenständliche Bestimmung⁴⁵².

Zutreffenderweise merken *Winternitz/Aigner*⁴⁵³ an, dass die meisten der genannten Leistungsentgelte, vor allem Depotgebühren und Verwaltungsgebühren in der Regel direkt vom Kunden gezahlt werden, womit sie bereits unter § 39 Abs 1 Z 1 WAG fallen und lediglich Fälle denkbar wären, in denen die Wertpapierfirma die Zahlungen inkassiert. Innenprovisionen, die der Vermittler für den Kunden erkennbar vom Produktgeber erhält, sind jedenfalls schlichtes Leistungsentgelt⁴⁵⁴.

⁴⁵¹ *Zahradnik/Gutmann* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 161.

⁴⁵² *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 283.

⁴⁵³ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 22.

⁴⁵⁴ *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007, 40 (53).

7. Informationspflichten

7.1 Kundenklassifizierung

7.1.1 Bisherige Rechtslage

Bereits die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie stellte nicht darauf ab, ob es sich beim Kunden um einen Verbraucher iSd Verbraucherschutzbestimmungen handelt oder nicht, sondern darauf, wie weit der Kunde mit den einzelnen Geschäften und Instrumenten vertraut ist⁴⁵⁵. Das war durchaus gerechtfertigt und hat sich in der Praxis auch bewährt, da es auf der einen Seite sehr fachkundige Privatanleger und auf der anderen Seite Unternehmer ohne jegliches einschlägiges Veranlagungs-Wissen gibt.

Auch aus der bereits von der Judikatur⁴⁵⁶ geforderten anlegergerechten Beratung ergibt sich, dass der konkrete Beratungsbedarf vom Wissensstand des Kunden über die einzelnen Anlageprodukte abhängt⁴⁵⁷. *Vortmann* führt in diesem Zusammenhang aus, dass „ein erfahrener Anleger mit einschlägigem Fachwissen ... geringerer Beratung“⁴⁵⁸ bedarf und ein unerfahrener Anleger weitgehend zu informieren und zu beraten ist, wobei „die Bemessung der Erfahrung des Kunden“ sich „sowohl an seiner Person als auch an der Geschäftsart“⁴⁵⁹ zu orientieren hat. Auch nach dem WAG 1996 war der Anwendungsbereich der Beratungspflichten hinsichtlich der professionellen Marktteilnehmer entsprechend eingeschränkt⁴⁶⁰.

⁴⁵⁵ *Zahradnik*, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997), 45.

⁴⁵⁶ Vgl. die „Bond-Entscheidung“ unter 3.2.1 Seite 34 ff.

⁴⁵⁷ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

⁴⁵⁸ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, *ÖBA* 1994, 579 (583).

⁴⁵⁹ *Vortmann* ebenda.

⁴⁶⁰ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 27.

Eine klare Kategorisierung der Anlegerkunden für die Zwecke der Wohlverhaltensregeln schreibt das FESCO-Empfehlungspapier „Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules“ vom März 2000 vor⁴⁶¹. Das Papier, dessen Umsetzung auch durch die Mitteilung der Europäischen Kommission zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln empfohlen wird⁴⁶², unterscheidet zwischen „professionellen Investoren“ und „sonstigen Investoren“ und umschreibt sehr allgemein den Begriff des „professionellen Investors“. Die „sonstigen Investoren“ werden weiter in „große und institutionelle Investoren“ und in „andere Investoren“ unterteilt.

Als „professionelle Investoren“ nennt die FESCO etwa Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige zugelassene Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften sowie Investment- und Pensionsfonds, souveräne Staaten, Zentralbanken und Organe internationaler sowie supranationaler Organisationen⁴⁶³.

Den Anlegern, die in die Kategorie der sonstigen Marktteilnehmer fallen, steht es offen, sich unter bestimmten Voraussetzungen und auf Antrag als „professioneller Investor“ behandeln zu lassen. *Knobl/Hysek* führen aus, dass auch Privatanleger die Möglichkeit haben, „auf einen Teil des durch die Wohlverhaltensregeln gebotenen Schutzes zu verzichten“⁴⁶⁴. Solche Anleger werden als „andere Investoren“ bezeichnet. Dieses „opting out“ ist nur dann möglich, wenn der Anleger in der Lage ist, seine eigenen Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken einzuschätzen. Dazu ist eine vom Wertpapierdienstleister durchzuführende Beurteilung seiner Kenntnisse und Erfahrungen notwendig. Der Verzicht ist weiters an drei Kriterien⁴⁶⁵, von denen

⁴⁶¹ *Knobl/Hysek*, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (30).

⁴⁶² Vgl dazu die Ausführungen unter 5.2.1, Seite 72.

⁴⁶³ *Knobl/Hysek*, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (30).

⁴⁶⁴ *Knobl/Hysek*, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (31).

⁴⁶⁵ Zahl der durchgeführten Transaktionen, Größe des Portfolios und Tätigkeit im Finanzbereich.

zwei erfüllt sein müssen, und an schriftliche Mitteilungen sowohl des Kunden, als auch des Anbieters gebunden.

Diese Grundsätze werden auch in weiteren darauffolgenden Papieren der FESCO und des CESR, die nochmals festhalten, welche Kunden als „professional investors“ gelten und, dass auch diese ein „non-professional treatment“ verlangen können, berücksichtigt⁴⁶⁶. Abschließend sei in diesem europäischen Zusammenhang auch noch auf das bereits genannte CESR-Dokument zur Professionalität der Kunden⁴⁶⁷ verwiesen.

Der „alte“ Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln nach WAG 1996 geht vom Grundsatz „Die richtige Anlageform für den richtigen Kunden“⁴⁶⁸ aus und stellt ebenfalls eine Kategorisierung der Kunden auf, die allerdings von der etwas verwirrenden Einteilung des FESCO-Papiers abweicht. Kann der Anbieter „aufgrund der Aktivität im Markt und (aufgrund) der Kompetenz der Gesprächspartner davon ausgehen, dass diese in den jeweiligen Anlageformen versiert sind“⁴⁶⁹, handelt es sich nach dem Leitfaden um „professionelle Marktteilnehmer“. Diese Kategorie von Kunden wird wiederum in zwei Gruppen geteilt.

Die erste bilden die „umfassend professionellen Marktteilnehmer“. Es handelt sich dabei um Kunden, die „durch regelmäßige Präsenz am Markt als Börseteilnehmer oder durch persönliche Ausstattung, durch ihr Geschäftsvolumen, ihre Kenntnisse und Erfahrungen in allen Anlageformen sowie durch ihre Vorgehensweise als professionell anzusehen sind“⁴⁷⁰.

⁴⁶⁶ Oppitz, Neue Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ÖBA 2002, 291 (293).

⁴⁶⁷ CESR, A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes; (CESR/02-098b), July 2002.

⁴⁶⁸ Rudorfer, Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln des WAG, ÖBA 1998, 458 (458).

⁴⁶⁹ Punkt 1. des WAG-Leitfadens 1996.

⁴⁷⁰ Ebenda.

Dies sind beispielsweise Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften sowie erfahrene betriebliche Anleger. Die zweite Gruppe bilden die „nur in einigen Punkten professionellen Marktteilnehmer“. Sie werden lediglich hinsichtlich einiger Anlageinstrumente als professionelle Anleger im oben dargelegten Sinn behandelt.

Der Ansatz der Professionalität wurde im WAG 1996 nicht ausdrücklich berücksichtigt, allerdings meinte der Gesetzgeber, wie sich aus den Erläuterungen zur Regierungsvorlage ergibt, dass sich der Umfang der Beratung im Einzelfall nach der Professionalität des Kunden sowie nach dem Anlageobjekt richten wird⁴⁷¹. Eine Kategorisierung der Anleger war auch aufgrund der allgemein gehaltenen Formulierung der Wohlverhaltensregeln vom Gesetzeswortlaut gedeckt⁴⁷².

7.1.2 MiFID und WAG 2007

Die MiFID und ihr folgend das neue Wertpapieraufsichtsgesetz sehen nun ganz klar eine Einteilung in unterschiedliche Kundenklassen vor⁴⁷³. Aus Anlegerschutzgründen wird je nach Erfahrungen und Kenntnissen des Kunden ein unterschiedliches Schutzniveau verlangt. Wie *Fleischer* es zusammenfasst, steht dahinter „die zutreffende Einsicht, dass es „den“ Anleger nicht gibt“, sondern vielmehr „ganz verschiedene Anlegergruppen mit unterschiedlich ausgeprägter Schutzbedürftigkeit“⁴⁷⁴. Die Anbieter müssen ihre Schutzvorkehrungen an die Eigenheiten der jeweiligen Anlegerkategorie, neben den Kenntnissen und Erfahrungen spielen auch die finanziellen Verhältnisse und

⁴⁷¹ Zahradnik, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997), 45.

⁴⁷² Knobl/Hysek, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (31).

⁴⁷³ Sindelar, Die neue Kundenklassifizierung nach der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), ÖBA 2007, 206 (207).

⁴⁷⁴ Fleischer, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006, 389 (394).

die mit dem Geschäft verfolgten Ziele eine wichtige Rolle, anpassen⁴⁷⁵. *Kasten*⁴⁷⁶ spricht in diesem Zusammenhang zutreffend von einem schubladenartigen System. Auch die Informationspflichten müssen dem jeweiligen Status des Kunden entsprechen⁴⁷⁷. Diese Kategorisierung bringt somit eine abgestufte Anwendung der Wohlverhaltensregeln mit sich⁴⁷⁸. Schon bisher war die Schutzbedürftigkeit des Anlegers nach seiner Professionalität zu beurteilen - allerdings Einzelfallbezogen. Das nunmehr geltende Konzept geht darüber hinaus. Es entscheidet allein die Einordnung des einzelnen Kunden in eine bestimmte Kundenkategorie, ungeachtet dessen, ob der Betreffende im Einzelfall die erforderliche Professionalität aufweist oder nicht⁴⁷⁹. Hierzu haben Anbieter zweckmäßige schriftliche Leitlinien festzulegen und Verfahren einzuführen, anhand derer die Kunden eingestuft werden. Der Kritik, die Kundenkategorisierung sei zu bürokratisch⁴⁸⁰, sei entgegengehalten, dass ein anderenfalls notwendiges Hinterfragen der Professionalität bei jedem Geschäftsabschluss einen wohl nicht geringeren Aufwand darstellt. Nicht unwesentlich ist nach Meinung des Verfassers dieser Arbeit auch die Tatsache, dass durch eine richtige Einstufung in Verbindung mit dem sich daraus ergebenden Informationsfluss eine nicht zu unterschätzende Rechtssicherheit im Hinblick auf drohende Haftungen für die Anbieter darstellt, die bei Einzelfall-Entscheidungen nicht im selben Ausmaß gegeben wäre.

Sowohl Alt- als auch Neukunden müssen in eine der drei vorgesehenen Kategorien eingestuft werden. Es handelt sich dabei um Kleinanleger, professionelle Kunden bzw geeignete Gegenparteien. Da die MiFID Standardisierungen zulässt, orientiert sich das Schutzniveau innerhalb einer

⁴⁷⁵ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 23.

⁴⁷⁶ *Kasten*, Das neue Kundenbild des § 31 a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007, 261 (261).

⁴⁷⁷ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (99).

⁴⁷⁸ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 356.

⁴⁷⁹ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 89.

⁴⁸⁰ Vgl bspw *Ekkenga*, zitiert in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 89 f.

Kundengruppe an den üblichen Schwächen eines Vertreters dieser Kategorie⁴⁸¹. Durch unterschiedliche Opt-in bzw Opt-out Möglichkeiten handelt es sich allerdings nicht um ein starres System, sondern um ein auf Kundenwünsche reagierendes bewegliches. Erstere Möglichkeit bezeichnet das Optieren in ein höheres Schutzniveau, beispielsweise vom professionellen Kunden zum Privatanleger, letzteres die Möglichkeit, ein niedrigeres Schutzniveau zu erhalten⁴⁸².

Das WAG 2007 spricht zutreffenderweise nicht von Kleinanlegern, sondern vielmehr von Privatkunden, da das Vermögen kein Unterscheidungskriterium ist. Es gibt durchaus Privatkunden, die größere Volumina veranlassen. Die Kategorie der Privatkunden ist durch eine Negativabgrenzung definiert und umfasst alle Kunden, die nicht professionelle Kunden sind. Der Begriff „Kunde“ gilt sowohl für natürliche als auch für juristische Personen.

7.1.2.1 Professionelle Kunden

Ein professioneller Kunde ist jemand, der über ausreichend Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Diese Fähigkeiten rechtfertigen eine Reduzierung der Wohlverhaltenspflichten. So entfällt bei der Angemessenheits- bzw Eignungsprüfung⁴⁸³ die Befragung zu den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden⁴⁸⁴. In weiterer Folge unterscheidet das Gesetz zwischen geborenen professionellen Kunden und gekorenen professionellen Kunden.

⁴⁸¹ *Marenzi/Sindelar*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 14.

⁴⁸² *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 21 f.

⁴⁸³ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.3, Seite 165 ff.

⁴⁸⁴ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 356.

Professioneller Kunde ist man per Definition des § 58 WAG als Finanzinstitut, Versicherungsgesellschaft, Kapitalanlagefonds oder sonstiger institutioneller Anleger. Ebenso zählen nationale Regierungen, Internationale Organisationen uä, sowie an Bilanzsumme, Umsatz und Eigenmittel gemessen „große“ Unternehmen zu dieser Kategorie. Um als ein solches Unternehmen zu gelten, müssen zwei der drei folgenden Eigenschaften vorliegen: Bilanzsumme mindestens EUR 20 Mio, Nettoumsatz mindestens EUR 40 Mio und Eigenmittel mindestens EUR 2 Mio. Rechtspersonlichkeiten, die eine Zulassung erhalten haben oder beaufsichtigt werden, um auf Finanzmärkten tätig werden zu können, sind ohne weitere Voraussetzung professioneller Kunde ex lege⁴⁸⁵.

Jedenfalls ist der Kunde darauf hinzuweisen, dass er aufgrund der vorliegenden Informationen als professioneller Kunde eingestuft und behandelt wird. Um Fehler bei der Einstufung zu vermeiden, könnten Dienstleister pauschal alle Kunden als Privatkunden einstufen. Dies ist allerdings mit erhöhten Informationspflichten verbunden⁴⁸⁶.

Unter bestimmten Voraussetzungen und unter Einhaltung eines bestimmten Kundmachungsverfahrens kann sich ein Kunde allerdings auch als professionell einstufen lassen. Der vorgegebene Ablauf sieht vor, dass der Kunde schriftlich beim Anbieter um neue Klassifizierung ansucht, dieser weist schriftlich darauf hin, welches Schutzniveau der Kunde dadurch verlieren würde und letztlich wird in einem vom Vertrag getrennten schriftlichen Dokument vom Kunden bestätigt, dass er sich dessen bewusst ist⁴⁸⁷.

Die dafür notwendigen, in § 59 Abs 2 Z 5 genannten, Erfordernisse zielen wie bereits nach dem WAG 1996 auf bestimmte Größen was das veranlagte Volumen und die getätigten Transaktionen betrifft ab bzw wird eine berufliche Tätigkeit im Finanzsektor verlangt. Zwei der drei folgenden Kriterien müssen erfüllt sein:

⁴⁸⁵ Rabl in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 629.

⁴⁸⁶ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 24.

⁴⁸⁷ Rabl in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 632.

Das Portfolio des Kunden hat einen Gegenwert, der EUR 500.000,- übersteigt, es wurden im letzten Jahr pro Quartal durchschnittlich zehn Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt und der Kunde hat ein Jahr berufliche Erfahrung in einer Position im Finanzsektor, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte voraussetzt. Was unter erheblichem Umfang zu verstehen ist, rechnen *Spindler/Kasten*⁴⁸⁸ aus und kommen durchaus nachvollziehbar auf EUR 15.000,- pro Transaktion. Der WKO Leitfaden 2007 spricht für die zehn Geschäfte von einem Umfang von insgesamt EUR 15.000,-. Das ist eindeutig verfehlt, da sonst zehn Transaktionen á EUR 1.500,- innerhalb von drei Monaten reichen würden, um professioneller Kunde werden zu können. Diese Summe steht auch in keinem Verhältnis zur geforderten Depotgröße von EUR 500.000,-. Es ist wohl davon auszugehen, dass hier ein Irrtum vorliegt und die genannte Summe pro Transaktion zu verstehen ist. Insgesamt führt diese Regelung aber zu einer abzulehnenden Bevormundung mancher Kunden. Es gibt in der Praxis auch Kleinanleger, die über hervorragende Marktkenntnisse verfügen, auch ohne im Finanzsektor beruflich tätig zu sein und die kein EUR 500.000,- übersteigendes Portfolio bewirtschaften.

Das Gesetz fordert ohnedies zusätzlich, dass sich der Anbieter davon zu überzeugen hat, dass der Kunde über die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um in der Lage zu sein, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen. Kommt der Anbieter zu dieser Erkenntnis, sollte auch ein geringeres Veranlagungsvolumen einer Einstufung als professioneller Kunde nicht entgegenstehen. Aufgrund der geforderten Aufklärung und Schriftlichkeit - der Kunde muss schriftlich mitteilen, dass er als professionell eingestuft werden will und der Anbieter muss dem Kunden schriftlich mitteilen, welchen Schutz er dadurch verliert - kann es für den Kunden zu keinen Überraschungen kommen, was sein - dann vermindertes - Schutzniveau betrifft.

⁴⁸⁸ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 23.

Professionelle Kunden sind verpflichtet, den Wertpapierdienstleister zu informieren, sollten sich Änderungen ergeben, die die Einstufung beeinträchtigen könnten. Sind die Voraussetzungen nicht mehr erfüllt, ist der Kunde wieder als Privatkunde einzustufen. Kommt der Kunde seiner Informationspflicht nicht nach und hat der Anbieter nicht auf anderem Wege vom Wegfall der Einstufungsvoraussetzungen erfahren, unterliegt der Betreffende weiterhin dem Regime für professionelle Kunden⁴⁸⁹.

Bestehende professionelle Kunden können weiterhin als solche behandelt werden, wenn der Rechtsträger die Einstufung aufgrund des Sachverstands, der Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden vorgenommen hat. Es soll sichergestellt werden, dass der Anleger in der Lage ist, seine eigenen Anlageentscheidungen zu treffen und er die damit verbundenen Risiken versteht⁴⁹⁰. Die bereits als professionell eingestuften Kunden sind aber vom Anbieter über die Voraussetzungen der Kundenkategorisierung zu informieren⁴⁹¹. Es genügen allgemeine Informationen über die Kundenklassifizierung und Einstufung⁴⁹². Überhaupt ist jeder Kunde über seine Neu-Einstufung und die damit in Bezug auf Kundenschutz verbundenen Folgen zu unterrichten⁴⁹³. Fallen die Voraussetzungen weg, hat der Kunde den Rechtsträger zu informieren, der Betreffende ist dann wieder als Privatkunde zu behandeln⁴⁹⁴.

⁴⁸⁹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 358 f.

⁴⁹⁰ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 90.

⁴⁹¹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 358.

⁴⁹² Kasten, Das neue Kundenbild des § 31 a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007, 261 (266).

⁴⁹³ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 21.

⁴⁹⁴ Rabl in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 633.

7.1.2.2 Geeignete Gegenparteien

Bei den geeigneten Gegenparteien handelt es sich um eine Untergruppe der professionellen Kunden. Im Gegensatz zur Unterscheidung zwischen Privatkunden und professionellen Kunden ist diese weitere Unterkategorie durch MiFID neu geschaffen worden⁴⁹⁵. Ihnen gegenüber finden die Wohlverhaltensregeln - ausgenommen von der Ausnahme ist § 37 WAG - keine Anwendung. Die geeigneten Gegenparteien gelten als die vermutlich fähigsten Anleger am Kapitalmarkt⁴⁹⁶.

Das gilt nur für die Dienstleistung der Ausführung von Aufträgen für Kunden, Handel für eigene Rechnung sowie Annahme und Übermittlung von Aufträgen. Bei Anlageberatung gelten die Ausnahmen nicht⁴⁹⁷. Ebenso wenig steht diese Kundenkategorie bei der Portfolioverwaltung zur Verfügung. Das kann zur Folge haben, dass ein Kunde bei der Beratung als professioneller Kunde behandelt wird und beim anschließenden Kommissionsgeschäft als geeignete Gegenpartei⁴⁹⁸. Wie *Teuber*⁴⁹⁹ zutreffend festhält, werden geeignete Gegenparteien in der Praxis allerdings eher selten Anlageberatung wünschen.

Definitionsgemäß geeignete Gegenparteien sind etwa Wertpapierfirmen, Kreditinstitute und Versicherungen aber auch nationale Regierungen, Zentralbanken und große Unternehmen, womit sich der Adressatenkreis größtenteils mit dem der geborenen professionellen Kunden deckt. Für Unternehmen gibt es die Möglichkeit eines opting in, wobei dieselben Voraussetzungen wie bei den professionellen Kunden beschrieben vorliegen müssen.

⁴⁹⁵ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 94.

⁴⁹⁶ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 20.

⁴⁹⁷ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 26.

⁴⁹⁸ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 95.

⁴⁹⁹ Teuber, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (434).

Aber auch der Weg in die Gegenrichtung steht geeigneten Gegenparteien offen. Sie können generell oder für bestimmte Geschäfte verlangen, als professioneller Kunde oder sogar als Privatkunde behandelt zu werden⁵⁰⁰.

7.2 Pflicht zur Übermittlung angemessener Informationen

Die Informationspflichten bilden den Kern der Wohlverhaltensregeln. Es soll das bestehende Informationsungleichgewicht zwischen Kunden und Anbieter ausgeglichen werden, um eine optimale Allokation der Finanzmittel auf dem Kapitalmarkt zu gewährleisten⁵⁰¹. Die Wohlverhaltensregeln haben somit auch eine makroökonomische und kapitalmarktstärkende Funktion.

7.2.1 Situation vor MiFID

Schon *Arendts*⁵⁰² hat aufgrund der Judikatur zur Anlageberaterhaftung die Notwendigkeit der zeitnahen Beschaffung aller notwendigen Informationen und Publikationen hervorgehoben. Der Berater hat die von ihm angebotene Leistung und das entsprechende Instrument zu kennen. Das umfasst Kenntnisse über den Markt, die allgemeinen Merkmale des Instruments sowie spezielle Charakteristika des Emittenten. Als Maßstab wird in diesem Zusammenhang ein „durchschnittlicher Anlageberater mit theoretischen Kenntnissen und einer durchschnittlichen Erfahrung heranzuziehen sein“⁵⁰³.

Es war also bereits vor MiFID anerkannt, dass in der Beratungs- bzw. Verwaltungspraxis der Informationsfluss den zentralen Punkt der Aufklärung und somit der Wahrung der Kundeninteressen darstellt.

⁵⁰⁰ *Rabl* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 636.

⁵⁰¹ *Winternitz/Aigner*, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 27.

⁵⁰² *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (255).

⁵⁰³ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 116.

Die vom WAG 1996 erfassten Rechtsträger hatten umfassend die Interessen des Auftraggebers zu berücksichtigen und eigene Interessen hintanzustellen. Es wurde ausschließlich eine Informationspflicht, aber keine Beratungspflicht statuiert. Wie *Knobl*⁵⁰⁴ ausführt, hat die Beratungspflicht die Erteilung eines Rates, die Abgabe einer Empfehlung oder Warnung gegenüber dem Anleger zum Inhalt. Ohne Hinzutreten eines Schuldverhältnisses, was nur beim Geschäftstyp der sogenannten „unsolicited orders“⁵⁰⁵ der Fall ist, bestand nach § 13 Z 4 WAG 1996 nur eine gesetzliche Informationspflicht. Anders sieht die Lage *Schrank*, der meint, dass jede Information eine Beratungskomponente beinhaltet. Er begründet dies unter anderem damit, dass die Information „auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmt zu sein hat“⁵⁰⁶. Hier ist der Ansicht *Knobls* zu folgen. Eine reine Informationserteilung, auch wenn sie auf bestimmte Verhältnisse abgestimmt ist, enthält keine Wertung sondern lediglich eine Aufzählung von Fakten. Der Dienstleister überlässt die Entscheidung gänzlich dem Kunden. Bei einer Beratung würde er eine gewisse Richtung vorgeben, was durch reine Informationsweitergabe oder- aufbereitung allerdings nicht der Fall ist.

Knobl zufolge sind Informationen keine Empfehlung, „sondern ein bloßes Hilfsmittel für den Anleger, um selbst zu einer sachgerechten Anlageentscheidung zu gelangen“⁵⁰⁷. Die Bewertung der Tatsachen und die vorgenommenen Prognosen machen erst die eigentliche Beratung aus, die den Unterschied zu den Pflichten des reinen Anlagevermittlers bedeuten. Der Vermittler schuldet regelmäßig nur Aufklärung durch Angaben zu einem bestimmten Produkt. Die Grenzen zwischen Beratung und Vermittlung sind allerdings fließend, weshalb die Unterscheidung in der österreichischen Judikatur

⁵⁰⁴ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 119.

⁵⁰⁵ Es handelt sich um Wertpapieraufträge ohne Beratungspflichten, aber mit dem Minimum an Informationspflichten.

⁵⁰⁶ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 41.

⁵⁰⁷ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 118.

keine Bedeutung erlangt hat⁵⁰⁸. Das auch deshalb, weil in der Praxis der Inhalt des Geschäfts und die Eigenschaften des Kunden es oft notwendig machen, zur reinen Information auch Beratung hinzukommen zu lassen⁵⁰⁹.

Mit Informationspflichten waren im „alten“ WAG die Pflichten gemeint, die die bereits des öfteren zitierte Judikatur unter dem Schlagwort der anlagegerechten Beratung zusammengefasst hat. Gefordert war eine Aufklärung über alle Eigenschaften und Risiken des in Aussicht genommenen Geschäfts, „die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können“⁵¹⁰. Diese Informationspflicht beinhaltete auch eine produktbezogene Nachforschungspflicht⁵¹¹. Auch der Leitfaden zum WAG 1996 sprach im Zusammenhang mit anleger- und anlagegerechter Information - ebenso wie die deutsche und österreichische Judikatur - von „Beratung“.

Dieses, wie *Knobl*⁵¹² es bezeichnet, „nicht-zurecht-finden der Praxis“ mit der Differenzierung zwischen Informationspflicht und vertraglicher oder vorvertraglicher Beratungs- bzw Aufklärungspflicht sollte nicht überbewertet werden. Da in der Mehrzahl der Fälle eine Sonderbeziehung zwischen Anbieter und Kunden hinzutreten wird und in der Sache der Inhalt der Meinungsäußerung der gleiche ist, egal ob unter dem Mantel der Informationserteilung oder dem der Beratung. Dennoch ist die Unterscheidung korrekterweise vorzunehmen, da sich mit ihr auch der Umfang der Verhaltensnormen ergibt. Erwähnenswert ist, dass diese Unterscheidung sonst in der einschlägigen Literatur kaum Behandlung findet.

⁵⁰⁸ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 31.

⁵⁰⁹ *Schutte*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes unter Berücksichtigung weiterer Regelungen im Finanzdienstleistungssektor (2002), 89.

⁵¹⁰ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

⁵¹¹ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 121.

⁵¹² *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 129.

Nun nimmt freilich die MiFID und ihr folgend das WAG 2007 klare Begriffsdefinitionen zu Anlageberatung und Vermögensverwaltung vor und setzt auch in beiden Fällen an der persönlichen Empfehlung, die ebenso definiert wird, an⁵¹³, womit dieses Problem gänzlich aus der Welt geschafft wird.

Für den Umfang der Beratung nach WAG 1996 war die Beratungsbedürftigkeit des Kunden ausschlaggebend. Aber auch schon vor Inkrafttreten des ersten WAG wurden der Inhalt und die Intensität der Aufklärungs- und Beratungspflichten unter anderem von der Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden und dem Gegenstand des Geschäfts abhängig gemacht⁵¹⁴. Auch die neue Richtlinie und das WAG 2007 folgen diesem Ansatz. Es wird genau festgeschrieben, welcher Kunde bei welcher Dienstleistung welche Beratung zu erfahren hat.

MiFID nimmt im Verhältnis zur alten Rechtslage Konkretisierungen und Erweiterungen vor und stellt in Art 19 Abs 3 einen spezifischen Pflichtenkatalog auf. Demzufolge sind die Kunden über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen, über die Finanzinstrumente, vorgeschlagenen Strategien und damit verbundenen Risiken, über die Ausführungsplätze sowie über die Kosten und Nebenkosten zu informieren⁵¹⁵. Wirklich neu ist in diesem Zusammenhang wohl hauptsächlich die Forderung nach detaillierter Vorstellung des anbietenden Dienstleisters sowie die Beschreibung der im Falle eines auftretenden Interessenkonflikts anzuwendenden Grundsätze.

⁵¹³ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (105 f).

⁵¹⁴ *Iro* in *Avancini/Iro/Kozioł*, Österreichisches Bankvertragsrecht II (1993), 592 ff.

⁵¹⁵ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (102).

7.2.2 Gegenstand der Information

Nachdem im WAG 1996 in § 13 Z 4 nur sehr allgemein von „allen zweckdienlichen Informationen“ die Rede war, erlegt nun § 40 WAG 2007 den Rechtsträgern die Pflicht auf, dem Kunden angemessene Informationen zuteil werden zu lassen, spezifiziert aber mit einer demonstrativen Aufzählung bestimmter Punkte immerhin einen Mindestinhalt.

Der Kunde soll in die Lage versetzt werden, Art und Risiko der Dienstleistung und des speziellen Typs von Finanzinstrument, das ihm angeboten wird, zu verstehen, um so auf informierter Grundlage eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung treffen zu können. Das WAG dehnt damit ein aus dem Verbraucherschutzrecht bekanntes Informationsmodell auf Rechtsgebiete auch außerhalb des Verbraucherrechts aus⁵¹⁶.

Anders als nach WAG 1996, das die Rechtsträger dazu verpflichtet hat, dem Interessenten alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, ist der Begriff der Angemessenheit des WAG 2007 nur auf typusspezifische Informationen bezogen und damit enger⁵¹⁷. Die Information muss sich nicht auf das Anlageobjekt beziehen, sondern auf die Art der Dienstleistung und den Typ von Finanzinstrument und ist somit anlageformbezogen und nicht anlageobjektbezogen⁵¹⁸.

Hier ist durchaus Kritik am europäischen wie auch am nationalen Gesetzgeber angebracht. Es ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nicht einzusehen, dass Informationen über das eigentliche Investment zurückgedrängt werden und nur über den Typ des gegenständlichen Finanzinstruments zu informieren ist. Es bleibt auch gänzlich offen, wie eng der Begriff des „Typus“ zu sehen ist. Sind beispielsweise Aktien ein Typ, Anleihen ein weiterer, oder wird innerhalb der Schuldverschreibungen noch in mehrere Kategorien unterschieden? Im Sinne

⁵¹⁶ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 289.

⁵¹⁷ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 533.

⁵¹⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 296.

des Anlegerschutzes wäre dies ganz klar zu fordern. Unternehmensanleihen und Staatsanleihen bringen komplett unterschiedliche Risiken mit sich. Und auch innerhalb dieser Kategorien sollte wie der Autor dieser Arbeit meint unterschieden werden. Die aktuelle Krise um den griechischen Staatshaushalt liefert ein eindrucksvolles Beispiel. Einem konservativen Anleger, den man lediglich über das vermeintlich geringe Risiko von Staatsanleihen oder vielleicht sogar nur über Anleihen insgesamt aufgeklärt hat, dürften damit problemlos akut ausfallgefährdete Ramschpapiere gekauft werden. Das geht wohl ganz klar an der der MiFID zugrundeliegenden Intention des Anlegerschutzes vorbei. Die Fülle an Finanzinstrumenten müsste in sehr viele Typen unterteilt werden, um eine anlageformbezogene Beratung genügen zu lassen. Im Sinne der Anleger wäre weiterhin Aufklärung zum gegenständlichen Anlageobjekt selbst gefordert. Insofern stellt das WAG 2007 genau genommen sogar geringere Anforderungen an die Beratung als das WAG 1996. Solche allgemein gehaltenen Informationen können bestenfalls eine Basis für weitere Aufklärung darstellen.

Ein Lösungsansatz könnte in der Verpflichtung liegen, dass die Informationen redlich, eindeutig und nicht irreführend⁵¹⁹ sein dürfen. Eine zu allgemein gehaltene Risikobeschreibung, die eventuell gar nicht auf die tatsächlich mit der gewünschten Anlage verbundenen Gefahren hinweist wird diesen Qualitätsanforderungen wohl nicht genügen. Man kann auch an dem Punkt ansetzen, dass die Informationen ausreichend sein müssen. Mit Spannung darf darauf gewartet werden wie sich die Rechtsprechung dazu positioniert und ob sie beispielsweise von der von ihr geforderten Pflicht zur Bonitätsanalyse⁵²⁰ abgeht. Weiters ist festzuhalten, dass die Angaben gemäß § 40 WAG nur das absolut notwendige Minimum der zu übermittelnden Informationen darstellen. Sind aufgrund des Einzelfalles weitere - eventuell auch anlageobjektbezogene - Ausführungen notwendig, so sind diese dem Kunden zur Verfügung zu stellen⁵²¹.

⁵¹⁹ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.2.3, Seite 146 f.

⁵²⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.2.2.2, Seite 141 ff.

⁵²¹ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 110.

Zudem ist auffällig, dass das Gesetz selbst in einigen unten ausgeführten Fällen anlageobjektbezogene Informationen fordert. Etwa bei der Information über Kapitalmarktprospekte oder bei den Informationen betreffend Kapitalgarantien.

7.2.2.1 Zu übermittelnde Mindestinformationen

Bei den nach § 40 WAG zu übermittelnden Informationen wird danach unterschieden, welcher Kundenkategorie der potentielle Anleger angehört und um welche Dienstleistung es sich handelt. Der Umfang der zu erteilenden Informationen ist gegenüber professionellen Kunden deutlich geringer als der gegenüber Privatkunden und bei der Vermögensverwaltung im Vergleich zu anderen Dienstleistungen noch einmal erweitert⁵²². Es soll für eine angemessene Balance zwischen Anlegerschutz und Offenlegungspflichten der Wertpapierfirmen gesorgt werden, wodurch es angebracht ist, für professionelle Kunden weniger strenge Informationspflichten vorzusehen als für Privatkunden⁵²³.

All diese Informationen können auch in standardisierter Form übermittelt werden. Es handelt sich also nicht um individuell auf den Kunden zugeschnittene Informationen⁵²⁴. Da die gegenständlichen Verpflichtungen allen Kunden gegenüber gelten, muss die Informationserteilung so gestaltet sein, dass sie für alle Kunden verständlich ist⁵²⁵.

Der erste Punkt sind Informationen über den Rechtsträger und seine Dienstleistungen. Das umfasst Angaben zu Name, Konzession, Kommunikationsmittel und Sprachen, Hinweise auf vertraglich gebundene Vermittler, Einlagensicherung, Angaben zu Berichten über die Dienstleistung

⁵²² Vgl dazu va die Anlagen 1 u 2 zu § 40.

⁵²³ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 103.

⁵²⁴ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 290.

⁵²⁵ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 534.

sowie die Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten. Bei der Erbringung der Dienstleistung der Vermögensverwaltung zusätzlich Angaben zur Bewertung der verwendeten Instrumente, zu einer etwaigen Zulässigkeit der Delegation der Verwaltung, Einzelheiten über die Vergleichsgröße, Angaben zur Art der Finanzinstrumente, die ins Portfolio aufgenommen werden können sowie Ausführungen betreffend der Managementziele. Hält der Rechtsträger Privatkunden gehörende Finanzinstrumente oder Gelder, sind zusätzliche Informationen betreffend deren Schutz zu übermitteln.

Der zweite Punkt betrifft die Festsetzung eines Referenzwertes bei der Portfolioverwaltung. Um die Leistung des Anbieters messbar zu machen, besteht die Pflicht, eine angemessene Bewertungs- und Vergleichsmethode festzulegen. Eine Möglichkeit dies zu tun ist mittels Festlegung einer aussagekräftigen Vergleichsgröße. Darüber, wie diese „Benchmark“ aussehen soll, gibt es unterschiedliche Meinungen. Als alternative Möglichkeit zur Leistungsbeurteilung des Vermögensverwalters kann aber auch eine absolute Vorgabe⁵²⁶ in Frage kommen. Die Auswahl sollte sich an den Anlagezielen und verwendeten Finanzinstrumenten orientieren⁵²⁷. Darüber hinaus muss der Referenzwert aussagekräftig sein. Nähert er sich aber zu sehr der individuellen Anlagestrategie an, verliert er allerdings an vergleichender Aussagekraft⁵²⁸. *Spindler/Kasten*⁵²⁹ sprechen in diesem Zusammenhang von einer logischen Schwierigkeit.

Den Ausführungen von *Graf*⁵³⁰, dass sich der Vergleich auf die Performance anderer Rechtsträger beziehen soll, ist nur teilweise zuzustimmen. Eine alternative Veranlagung muss ja nicht unbedingt eine Vermögensverwaltung eines anderen Anbieters sein. Gerade bei konservativ zu veranlagenden

⁵²⁶ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 293.

⁵²⁷ *Buchinger/Zivny*, Informationspflichten, Ausführung und Reporting bei der Vermögens-/Portfolioverwaltung, *ecolx* 2008, 13 (14).

⁵²⁸ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, *BKR* 2006, 429 (435).

⁵²⁹ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 27.

⁵³⁰ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 535.

bedeutenden Vermögen wird in der Praxis ein Vergleich zum risikofreien Geldmarktzinssatz herangezogen. Freilich mit einem Aufschlag, beispielsweise 3 Monats Euribor plus „X“ Basispunkte.

Aber oft wird natürlich auch der Wettbewerb der Vermögensverwalter über einen Vergleich der Performance geführt. Hier ist allerdings Vorsicht geboten, da schnell Äpfel mit Birnen verglichen werden, wenn die Dienstleister unterschiedliche Vorgaben betreffend der Anlagestrategie haben. Eigentlich können nur solche Performances miteinander verglichen werden, die unter Zugrundelegung der selben Benchmark erwirtschaftet wurden. Die Vergleichsgröße, wie von *Teuber*⁵³¹ vorgeschlagen, als Mischung aus mehreren Indices darzustellen, ist sicher praktikabel. So kann das Ergebnis der Vermögensverwaltung auch mit „dem Markt“ verglichen werden.

Die Vorgabe eines absoluten Betrags oder Prozentsatzes hingegen ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nicht zielführend, da dabei nicht auf sich ändernde Marktgegebenheiten Bezug genommen wird. So kann es sogar sein, dass ein Rechtsträger in einer Niedrigzinsphase, um die beispielsweise angesetzten 5 % zu erreichen, das mit der Veranlagung verbundene Risiko stark erhöhen muss, um überhaupt die Möglichkeit zu haben, diesen Ertrag zu erzielen.

Im Zweifel kann die Vergleichsgröße wohl einseitig vom Rechtsträger festgelegt werden⁵³². Es steht dem Rechtsträger aber offen, ob eine Vergleichsgröße oder eine andere Bewertungs- oder Vergleichsmethode gewählt wird⁵³³. Diese Verpflichtung besteht gegenüber jedem Kunden⁵³⁴.

⁵³¹ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (436).

⁵³² *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 535 f.

⁵³³ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 293.

⁵³⁴ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 110.

Beim dritten Block geht es um Informationen hinsichtlich der Finanzinstrumente. Hier ist eine auf die Einstufung des Kunden abgestimmte allgemeine Beschreibung der Art und der Risiken der Finanzinstrumente zu übermitteln. Auch diese allgemeinen anlagetypbezogenen Informationen können in standardisierter Form übermittelt werden. Laut Regierungsvorlage sollen für diese Informationserteilung die bereits im Umlauf befindlichen, auf dem WAG-Leitfaden der WKO beruhenden Risikohinweise verwendet werden⁵³⁵. Eine Adaption dieser an die geänderten gesetzlichen Vorgaben bzw die geänderten Marktverhältnisse ist allerdings dringend geboten. Wie bereits oben dargelegt, stellen solche allgemeinen Hinweise bestenfalls ein Gerüst der Information dar und können eine detaillierte, das konkrete Anlageobjekt betreffende Information nicht ersetzen. Hier hat die MiFID-DRL nur eine Mindestharmonisierung vorgesehen und überlässt die nähere Ausgestaltung der konkreten Informationspflichten den Mitgliedstaaten. Besonders aufzuklären ist aber über das Risiko des Verlusts der gesamten Kapitalanlage, Risiken eines eingeschränkten Sekundärmarktes und eventuelle Nachschusspflichten⁵³⁶.

Ins Detail geht Anlage 3 zu § 40 WAG. Sie gilt sowohl für professionelle als auch für Privatkunden, in der konkreten Ausgestaltung der Information soll aber auf den Kenntnisstand des betreffenden Kunden Rücksicht genommen werden. Das entspricht der Rechtsprechung des OGH, der zwar eine Risikoüberwälzung auf die Bank sieht, aber keine Bevormundung eines spekulierenden Kunden verlangt⁵³⁷. Dargestellt werden müssen die mit der Art von Instrument verbundenen Risiken einschließlich einer Erläuterung der Hebelwirkung und der Möglichkeit des Totalverlusts. Weiters sind Angaben über die Volatilität des Preises, mögliche finanzielle oder sonstige Verpflichtungen einschließlich Eventualverbindlichkeiten und etwaige Einschusspflichten zu machen.

Gibt es zum gegenständlichen Instrument einen Prospekt, so muss dem Kunden mitgeteilt werden, wo dieser erhältlich ist. Wie diese Information in

⁵³⁵ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 296.

⁵³⁶ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 28.

⁵³⁷ OGH 30.05.2006, 3 Ob 289/05d.

standardisierter Form erfolgen soll, ist gänzlich unklar. Ein Prospekt wird nur für ein bestimmtes Wertpapier oder einen bestimmten Fonds erstellt. Hier werden also doch Informationen, die anlageobjektbezogen sind, gefordert und nicht nur anlagetypbezogene. Auch wird der reine Hinweis auf einen Prospekt bzw das Vorlegen eines Prospekts beim Beratungsgespräch nicht eine umfassende Beratung ersetzen. Darin enthaltene Risikohinweise können aber ein Mitverschulden des Anlegers begründen⁵³⁸. In einem nicht rechtskräftigen Urteil des LG Rottweil wurde ein Rechtsträger verurteilt, weil er der Kundin den Prospekt des kaufgegenständlichen Instruments nicht vorgelegt hat. Das Gericht führt aus, dass die Informationspflicht nur dann erfüllt gewesen wäre, wenn die Kundin Gelegenheit bekommen hätte, den Prospekt „in Ruhe zur Kenntnis zu nehmen, die Information zu prüfen, um dann eine Entscheidung zu treffen“⁵³⁹. Diese Ansicht ist nach Meinung des Verfassers dieser Arbeit in mehreren Punkten verfehlt. Die reine Übergabe eines Prospektes erfüllt wie bereits dargelegt nicht die Anforderungen an eine umfassende Beratung. Genauso wenig sind die Anbieter verpflichtet, zu jedem Instrument einen Prospekt parat zu haben bzw zu besorgen. Vielmehr hätte der Berater auf die Risiken, die mit dem Papier verbunden sind und auf die im Prospekt hingewiesen wird, aufmerksam machen müssen oder, bei Unkenntnis dieser, die Unmöglichkeit der Beratung offenlegen oder den Prospekt besorgen, selbst studieren und danach erneut beraten müssen. Im Ergebnis ist das Urteil somit wohl richtig, aber es werden in ihm falsche Grundsätze aufgestellt.

*Haghofer/Mayer*⁵⁴⁰ und auch *Karpf*⁵⁴¹ fordern eine Hinweispflicht darauf, dass ein Prospekt erstellt wurde, damit der Kunde überhaupt auf die Idee kommt, einen solchen zu verlangen. Die Pflicht zur Aushändigung des Prospektes ist aber restriktiv zu sehen und besteht nur, wenn es sich um eine Neuemission des Rechtsträgers selbst oder eines verbundenen Unternehmens handelt. In allen

⁵³⁸ OLG Frankfurt, 23.3.2007, in BKR 2007, 379.

⁵³⁹ LG Rottweil, Urt v 7.5.2009 – 3 O 345/08, in BKR 2009, 482.

⁵⁴⁰ *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (592).

⁵⁴¹ *Karpf*, Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz (2000), 152.

anderen Fällen reicht nach *Knobl*⁵⁴² der Hinweis darauf, dass es sich ursprünglich um ein prospektpflichtiges Angebot gehandelt hat. Diese Ansicht ist auch völlig gerechtfertigt, da es dem Anbieter unmöglich zumutbar wäre, Kapitalmarktprospekte von allen stattfindenden Transaktionen jahrelang zu horten, um diese bei Bedarf an Kunden ausfolgen zu können. Von den meisten der unzähligen Emissionen wird der Dienstleister selbst bei noch so großer Sorgfalt und noch so umfangreicher Nachforschungstätigkeit wohl nicht einmal Kenntnis erlangen können.

In diesem Zusammenhang ist auch auf die Bestimmungen des InvFG, die - in Umsetzung der sog OGAW-Richtlinie (UCITS III)⁵⁴³ - seit Anfang 2004 in Geltung sind⁵⁴⁴ zu verweisen. Die UCITS III, bestehend aus zwei Richtlinien, der „Produktrichtlinie“ und der „Verwaltungsrichtlinie“⁵⁴⁵, führt die Pflicht, neben dem vorhandenen vollständigen Prospekt auch einen vereinfachten Prospekt anzufertigen ein. Dieser Kurzprospekt soll als neues Vermarktungsdokument dienen, die wichtigsten Informationen den Fonds betreffend darstellen und ist dem Kunden vor Vertragsabschluss vorzulegen⁵⁴⁶. Was den Inhalt dieses Prospektes anbelangt, ist, wie *Majcen*⁵⁴⁷ festhält, noch Bedarf für Abstimmungen zwischen den Mitgliedstaaten gegeben.

Nach § 21a InvFG ist nun ein vollständiger und ein vereinfachter Prospekt zu erstellen. § 38 leg cit statuiert die Pflicht, dass dem potenziellen Erwerber eines EWR-Kapitalanlagefonds der vereinfachte Prospekt vor Vertragsabschluss

⁵⁴² *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 178.

⁵⁴³ Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), geändert durch die RL 88/220/EWG, die RL 95/26/EG, die RL 2000/64/EG und die RL 2001/108/EG vom 21. Jänner 2001 und 2001/107/EG vom 21. Jänner 2001.

⁵⁴⁴ Änderung des InvFG durch BGBl I 80/2003.

⁵⁴⁵ Vgl dazu *Forstinger*, Die neue OGAW-Richtlinie für Investmentfonds (UCITS III), ÖBA 2002, 987.

⁵⁴⁶ *Forstinger*, Die neue OGAW-Richtlinie für Investmentfonds (UCITS III), ÖBA 2002, 987 (993).

⁵⁴⁷ *Majcen*, Moderne Anforderungen der europäischen Investmentbranche ... ist UCITS IV nötig?, ÖBA 2004, 661 (664).

auszuhändigen ist. Diese Herausgabepflicht gilt selbstverständlich auch für die Anlageberater, sofern sie solche Fonds anbieten. Anbieter von discount-broking über Internet kommen dieser Verpflichtung insofern nach, als dass bei Ordereingabe, noch vor Bestätigung des Kaufabschlusses, der Kurzprospekt per Mausklick in pdf-Format abrufbar ist.

Bei zusammengesetzten Produkten bei denen die Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Risiken des Gesamtprodukts größer sind als die der Einzelprodukte, muss eine Beschreibung der Einzelteile und eine Ausführung darüber, wie sich das Risiko durch die gegenseitige Beeinflussung der Bestandteile erhöht, übermittelt werden.

Bei kapitalgarantierten Produkten ist Privatkunden eine Information über Garantie und Garantiegeber geschuldet. *Graf*⁵⁴⁸ führt richtigerweise aus, dass hier sowohl über die inhaltliche Ausgestaltung der Garantie als auch - fast noch wichtiger – über den wirtschaftlichen Wert, also die Zahlungsfähigkeit des Garantiegebers, aufzuklären ist. Auch diese Information kann nur anlageobjektbezogen erfolgen.

Viertens ist über den Schutz von Kundengeldern und Kundenfinanzinstrumenten zu informieren. Das betrifft Haftungen, wenn ein Dritter die Gelder hält sowie Risiken bei Sammelkonten. Unterliegen diese Konten dem Recht eines Drittlandes ist genauso darüber aufzuklären wie bei Existenz eines etwaigen Sicherungs- oder Pfandrechts⁵⁴⁹.

Beim fünften Punkt geht es um Informationen über Kosten und Nebenkosten. Privatkunden sind über den Gesamtpreis inklusive aller Nebenkosten bzw die Grundlage seiner Berechnung zu informieren. Vom Rechtsträger in Rechnung gestellte Provisionen sind getrennt anzuführen. Erfolgt die Verrechnung in Fremdwährung sind der anzuwendende Wechselkurs und die anfallenden Spesen anzuführen. Besteht die Möglichkeit, dass dem Kunden weitere Kosten oder Abgaben, die nicht von Seiten des Anbieters kommen, entstehen, ist

⁵⁴⁸ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 540.

⁵⁴⁹ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 115 f.

darüber aufzuklären. Schließlich muss der Anleger über die Details der Zahlung, zumindest Fälligkeit sowie Art und Weise der Zahlung informiert werden. Diese Informationen müssen auch professionellen Kunden übermittelt werden⁵⁵⁰. Dem Punkt der Kosten sind auch die Inducements zuzuordnen⁵⁵¹.

Sechstens geht es um Informationen die Anlagestrategie betreffend. Dieser zugrundeliegende Risiken müssen genau beschrieben und vor nachteiligen Folgen muss hinreichend gewarnt werden. Anwendung findet diese Verpflichtung nur im Fall der Vermögensverwaltung, da bei der Anlageempfehlung keine Strategie empfohlen wird⁵⁵².

Der siebente Teil behandelt die Ausführungsplätze. Die meisten dazu gehörenden Informationen richten sich wohl nach den Bestimmungen zur bestmöglichen Ausführung der Dienstleistung⁵⁵³, variieren aber die Kosten nach unterschiedlichen Ausführungsplätzen, ist das eine Information, die dem Kunden zu übermitteln ist⁵⁵⁴. Der Kunde ist allgemein über die in Frage kommenden Ausführungsplätze zu informieren, über die vom Rechtsträger dann tatsächlich ausgewählten im Rahmen der Information über seine Durchführungs politik⁵⁵⁵.

Treten wesentliche Änderungen hinsichtlich der Punkte, über die der Rechtsträger zu informieren hat, ein, ist dies dem Kunden rechtzeitig mitzuteilen. *Graf*⁵⁵⁶ präzisiert und meint richtigerweise, dass eine Änderung dann wesentlich ist, wenn sie den Inhalt der Anlageentscheidung beeinflussen könnte und führt weiters aus, dass Rechtzeitigkeit dann gegeben ist, wenn der Anbieter bei

⁵⁵⁰ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (103).

⁵⁵¹ *Spindler/Kasten* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 29.

⁵⁵² *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 541.

⁵⁵³ Vgl dazu die Ausführungen unter 8, Seite 210 ff.

⁵⁵⁴ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 297.

⁵⁵⁵ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 118.

⁵⁵⁶ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 542.

Kenntnisnahme der Änderung informiert. Die Pflicht zur Bekanntgabe von Änderungen besteht solange die Dienstleistung erbracht wird.

Betrifft die Dienstleistung einen der OGAW Richtlinie unterliegenden Investmentfonds, erfüllt der Rechtsträger alle seine Informationspflichten durch Übermittlung des Prospekts.

Besondere Anforderungen stellt das WAG in § 40 Abs 7 an Marketingmitteilungen ohne diese näher zu definieren. Gemeint ist jegliche Kommunikation mit der ein Rechtsträger versucht, Kunden zu gewinnen⁵⁵⁷. Die Marketingmitteilung muss eindeutig als solche erkennbar sein⁵⁵⁸. Diese Informationen müssen mit anderen Informationen, die der Anbieter gibt, übereinstimmen.

Zielt eine Marketingmitteilung unmittelbar auf einen Vertragsabschluss ab, was der Fall ist, wenn die Mitteilung ein Angebot, einen Vertrag über eine Wertpapierdienstleistung oder Nebendienstleistung oder die Aufforderung ein Angebot über so einen Vertrag abzugeben enthält und die Art und Weise der Antwort vorgibt oder ein Antwortformular beinhaltet, muss sie alle oben ausgeführten Informationen enthalten.

Diese Verpflichtung besteht dann nicht, wenn nicht alle zur Stellung eines Angebots oder Annahme des Angebots notwendigen Informationen enthalten sind und der Kunde hierfür noch mehrere Dokumente heranziehen müsste. Die praktische Bedeutung dieser Ausnahme wird sehr gering sein⁵⁵⁹. Denkbar sind aber beispielsweise Aussendungen, die lediglich das Logo und Kontaktadresse des Anbieters enthalten⁵⁶⁰. Gruber⁵⁶¹ folgend sollten Marketingmitteilungen klare

⁵⁵⁷ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 543.

⁵⁵⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 298.

⁵⁵⁹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 544.

⁵⁶⁰ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 298.

⁵⁶¹ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 108.

Hinweise darauf enthalten, dass es sich dabei nicht um Anlageberatung oder eine sonstige Anlageempfehlung handelt.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass im Falle dessen, dass eine Wertpapierdienstleistung in Zusammenhang mit einem Verbraucherkredit steht, die Informationspflichten nach BWG vom WAG unberührt bleiben. Vielmehr treten zusätzliche wertpapierspezifische Aufklärungspflichten hinzu.

7.2.2.2 Pflicht zur Bonitätsprüfung

In der „Bond-Entscheidung“ hat der deutsche BGH im Zusammenhang mit der anlagegerechten Beratung festgestellt, dass die Wertpapierdienstleister verpflichtet sind, bei der Beurteilung eines Emittenten eine Bonitätsprüfung durchzuführen. Verweise auf Jahresabschlüsse und den Zulassungssprospekt sind nicht ausreichend, da diese keine zeitnahen Informationen vermitteln⁵⁶². Im gegenständlichen Fall wurden Anleihen zum Kauf empfohlen, obwohl deren Rating bereits erkennen ließ, dass es um die Bonität des betroffenen Schuldners nicht gut bestellt ist. In diesem Zusammenhang kann man die Zeitnähe der Information in eine Reihe mit der zum Entscheidungszeitpunkt geforderten Vollständigkeit, Richtigkeit und Verständlichkeit der Information stellen. Wie bereits dargelegt, ist der Verfasser dieser Arbeit der Meinung, dass eine solche Prüfung auch nach geänderter Rechtslage im Sinne des Anlegerschutzes geboten scheint.

Unter Rating versteht man die Einstufung der Schuldnerqualität eines Unternehmens in bestimmte Klassen. Solche Bewertungen werden von sogenannten Rating-Agenturen⁵⁶³, die die Bilanzen, die gesamte Finanzstruktur aber auch das Management des zu prüfenden Unternehmens in regelmäßigen Abständen unter die Lupe nehmen, durchgeführt. Anhand des so vergebenen

⁵⁶² *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (254).

⁵⁶³ Die bekanntesten sind Standard & Poor's Corporation, Moody's Investors Service und Fitch Ratings.

Ratings⁵⁶⁴ ist erkennbar, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass der Emittent seinen Verbindlichkeiten wird nachkommen können. Es werden nicht nur Firmen, sondern auch Staaten und andere Gebietskörperschaften einer Bonitätsanalyse unterzogen. Je schlechter die Bonität, desto höher müssen in der Regel die angebotenen Zinsen der Anleihe sein. Man spricht in diesem Zusammenhang von Risikoprämie.

Seit einigen Jahren erfreuen sich sog „Kapitalgarantien“ großer Beliebtheit. Das sind Produkte, bei denen der Anleger unabhängig von der Entwicklung der Kapitalmärkte am Ende der Laufzeit den investierten Betrag (abzüglich Spesen) und dazu einen Teil eventuell vom Anbieter erwirtschafteter Erträge ausbezahlt erhält. Die Kunden können so - wie ihnen vorgemacht wird - risikolos an der Wertentwicklung eines bestimmten Marktes oder eines anderen Produktes partizipieren. Allerdings ist eine solche Garantie natürlich nur so viel wert, wie es die Bonität des Garantiegebers zulässt. Da wie *Winternitz/Aigner*⁵⁶⁵ zutreffend festhalten, gerade der Garantiecharakter eines solchen Produktes viele potenzielle Investoren anlockt und auch kausal für den Kauf ist, ist in diesem Zusammenhang eine besondere Aufklärungspflicht des Beraters zu fordern. In einem vom BGH entschiedenen Rechtsstreit⁵⁶⁶ hat das Gericht ausgesprochen, dass ein Berater den Anleger darüber zu informieren hat, wovon die angepriesene Kapitalsicherheit abhängt und ob die Bonität der dahinterstehenden Gesellschaft geprüft wurde.

In Bezug auf Kapitalgarantien gehen die Informationspflichten des WAG 2007 nun ohnehin in die richtige Richtung, da Angaben über die Qualität der Garantie zu machen sind. Auch das ist ein Beispiel der Durchbrechung der anlagentypbezogenen Informationspflicht.

⁵⁶⁴ Bei S&P von AAA (beste Qualität) bis D.

⁵⁶⁵ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 29.

⁵⁶⁶ BGH 11.9.2003, III ZR 381/02.

Tutsch hält richtigerweise fest, dass „Rating-Agenturen einen wichtigen Beitrag zur sachgerechten Information des Anlegers leisten“⁵⁶⁷. Die Agenturen schließen zwar eine Haftung für die Richtigkeit der Informationen aus, genießen aber ein so hohes Maß an Glaubwürdigkeit, dass sich der Berater auf sie verlassen kann⁵⁶⁸.

Liegt die Bonität etwa nur mehr bei BB⁵⁶⁹, so muss die Anleihe als spekulativ eingestuft werden und darf einem konservativen Anleger nicht empfohlen werden. Auch wenn ein relativ gutes Rating, wie der Fall der Parmalat-Pleite⁵⁷⁰ gezeigt hat, keine Garantie für die finanzielle Gesundheit eines Unternehmens geben kann, muss es jedenfalls bei der Beratung herangezogen werden. Solche Fälle von Bilanzfälschung durch den Emittenten, die auch von den Abschlussprüfern nicht entdeckt wurden, bilden keinen Anhaltspunkt für eine Haftung des Beraters⁵⁷¹.

In letzter Zeit ist der Ruf der Rating Agenturen allerdings stark beschädigt worden. So wurde die Schuldnerqualität von Lehman Brothers noch kurz vor Konkurs als durchaus respektabel eingestuft. Da war auch kein Betrug schuld an der falschen Einschätzung. Im Zusammenhang mit Lehman haben mittlerweile sowohl ein deutsches⁵⁷² als auch ein österreichisches⁵⁷³ Gericht ausgesprochen, dass es keiner hervorgehobenen Aufklärungspflicht bezüglich eines Totalausfalls einer Anlage bei Lehman Brothers bedurft hat. Bei der Bewertung der unterschiedlichsten innovativen Kreditprodukte, die letztlich zur Finanzkrise im Jahr 2008 geführt haben, ergibt sich die Frage, in wie weit betrügerische Machenschaften dazu beigetragen haben, dass der wahre Wert der Papiere nicht erkannt wurde oder erkannt werden wollte. Vor dem Hintergrund der

⁵⁶⁷ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (86).

⁵⁶⁸ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 53.

⁵⁶⁹ Bis BBB spricht man von „investment grade“.

⁵⁷⁰ S&P hatte Mitte November 2003 für Parmalat ein Rating von BBB- vergeben, die weiteren Abstufungen erfolgten dann rasch: B+ am 9.12., CC am 10.12. und letztendlich D am 19.12.2003.

⁵⁷¹ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 53.

⁵⁷² LG Frankfurt am Main, Urt v 28.11.2008 – 2 19 O 62/08, in *BKR* 2009,170.

⁵⁷³ Handelsgericht Wien, in *fonds professionell Online*, 28.06.2010.

Finanzmarktkrise hat CESR auf Antrag der EU-Kommission die Rolle der Rating Agenturen untersucht. Das als Ergebnis veröffentlichte Konsultationspapier⁵⁷⁴ sieht mangelnde Transparenz, fehlende personelle Kapazitäten und potentielle Interessenkonflikte als mögliche Problemfelder.

Mangels Alternative sind die aktuellen Ratings aber jedenfalls der Beratung zugrunde zu legen. Dem Finanzintermediär kann allerdings keinesfalls zugemutet werden, die Richtigkeit des Ratings zu überprüfen. Dazu fehlen schlichtweg Zeit und Ressourcen. In diesem Zusammenhang ist auch die Kritik *Schranks*⁵⁷⁵ am BGH, der meint, dass der Bestätigungsvermerk eines Wirtschaftsprüfers die Prüfung der Plausibilität durch den Anbieter nicht ersetzen kann, hervorzuheben. Auch nach Ansicht des Autors dieser Arbeit darf bei Gutachten und Testaten Dritter - wie etwa geprüfte Jahresabschlüsse und auch Ratings – keine weitere Prüfung durch den Dienstleister gefordert werden. Eine solche Forderung würde ja nahezu die Vertrauenswürdigkeit ganzer Berufsstände ad absurdum führen.

Behauptet eine Bank, dass trotz herabgestuftem Rating eine angemessene Bonität vorliegt, wird sie die Beweislast dafür treffen. Genauso wird auf der anderen Seite ein gutes Rating die Beweissituation für die Bank erleichtern⁵⁷⁶. Mittlerweile ist ein sehr großer Teil der am Markt erhältlichen Anleihen mit einem Rating, das auch über alle gängigen Informationssysteme abrufbar ist, versehen worden. Eine eigenständige Bonitätsprüfung durch den Anbieter ist daher nicht mehr notwendig. Die vorhandenen Daten müssen aber unbedingt in die sachgerechte Beratung aufgenommen werden, da sonst der Kunde nicht in der Lage sein kann, selbst eine Anlageentscheidung auf informierter Basis zu treffen.

Die Schuldnerqualität ist ein wichtiges Risikomaß nicht nur dahingehend, dass eventuell die Zinszahlungen ausbleiben oder gar das zur Verfügung gestellte

⁵⁷⁴ CESR, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance, (CESR/08-36), zusammengefasst in BKR 2008, 174.

⁵⁷⁵ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 101.

⁵⁷⁶ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (87).

Kapital nicht mehr zurückgezahlt werden kann, sondern sie lässt auch Rückschlüsse auf die zu erwartende Volatilität des Kursverlaufs zu. Anleihen mit schlechtem Rating sind in der Regel höheren Kursschwankungen unterworfen, als solche von Emittenten mit guter Bonität. Gemeinsam mit dem bereits erwähnten Zinsänderungsrisiko stellt das Bonitätsrisiko die zwei meistausschlaggebenden Faktoren für die Kursschwankungen von Anleihen dar.

Da ein solches Kursrisiko bei allen Anleihen - wenn auch in unterschiedlicher Intensität - vorliegt, kann es für einen Anleger nicht nur zu zwischenzeitlichen Buchverlusten kommen, sondern es können auch reale Verluste verursacht werden, wenn er zu einem vom Zinsumfeld ungünstigen Zeitpunkt bei dementsprechend tiefen Kursen verkaufen muss. Kauft man etwa eine österreichische Bundesanleihe zum Zeitpunkt der Emission und hält sie bis zur Tilgung, wird aufgrund der ausgezeichneten Schuldnerqualität nach menschlichem Ermessen am Ende der gesamten Laufzeit kein Verlust eintreten, da die Republik ihre Schulden bedienen wird. Muss die Anleihe aber aus irgendeinem Grund vor der Tilgung wieder veräußert werden, kann es dazu kommen, dass ein Kursverlust realisiert wird. Man darf daher streng genommen auch bei Veranlagungen in Anleihen bester Bonität nicht von risikolosen Investments sprechen⁵⁷⁷, auch wenn in der Finanzmathematik bei bestimmten Berechnungen die Verzinsung von Staatsanleihen als risikoloser Zinssatz herangezogen wird. Darauf muss bei Risikoeinstufungen in Anlegerprofilen Bedacht genommen werden. Auch österreichische Staatsanleihen dürfen richtigerweise nicht unter „keine Wertschwankungen“ eingestuft werden.

⁵⁷⁷ Vgl dazu die Ausführungen zum „KB-Lux-Fund“ Fall unter 3.2.1, Seite 39 f.

7.2.3 Qualität der Information

Nach WAG 1996 musste die Informationserteilung den Geboten der Vollständigkeit, Richtigkeit und Verständlichkeit genügen. *Vortmann*⁵⁷⁸ forderte darüber hinaus, dass der Berater die Anlage bewertet und beurteilt. Auch die Verhaltensregeln zur Anlageberatung haben Informationen über die Risiken des Wertpapiergeschäfts vorgeschrieben⁵⁷⁹.

Vollständigkeit bedeutete in diesem Zusammenhang insbesondere, dass negative Gesichtspunkte nicht ausgespart werden dürfen⁵⁸⁰. Dem Kunden sind alle potenziellen Risiken vor Augen zu führen und der Berater hat dabei die Pflicht, anhand der von ihm ausgewerteten Informationen, auf „warnende und kritische Stimmen ... hinzuweisen“⁵⁸¹.

Das WAG 2007 verwendet nun zur Beschreibung dessen, wie die Informationen ausgestaltet sein müssen in § 41 die Begriffe „redlich, eindeutig und nicht irreführend“. Das gilt für Informationen gegenüber allen Kunden. Die folgenden Anforderungen lediglich gegenüber Privatkunden. Die Informationen müssen zutreffend sein, dürfen keine Vorteile hervorheben, ohne auf etwaige Risiken hinzuweisen und sie müssen ausreichend und verständlich sein. Wichtige Aussagen dürfen nicht verschleiert, abgeschwächt oder missverständlich dargestellt werden.

Bei Informationen betreffend bestimmter steuerlicher Aspekte ist darauf hinzuweisen, dass es hier auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden ankommt. Weiters darf der Name einer Aufsichtsbehörde nicht in der Weise

⁵⁷⁸ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (582).

⁵⁷⁹ *Kunath*, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, *ecolex* 1995, 83 (83).

⁵⁸⁰ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (253).

⁵⁸¹ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (746).

genannt werden, dass der Eindruck entsteht, die Produkte oder Dienstleistungen des Rechtsträgers wären von dieser geprüft oder genehmigt.

Was ist nun eine redliche Information? Eine Information kann nur richtig oder falsch sein. Nach in Deutschland vertretener Ansicht geht es bei der Beurteilung der Redlichkeit um die Einhaltung eines objektiven Maßstabs bzw Verhaltensstandards bei der Ermittlung und Weitergabe von Informationen. Es kommt nicht darauf an, ob der Rechtsträger bei Erteilung der Information redlicherweise davon ausgehen konnte, dass diese zutreffend ist. So könnten ja auch unwahre Informationen redlich sein, was aber dem Verbot zur Erteilung irreführender Informationen zuwiderläuft⁵⁸².

Irreführend ist eine Information dann, wenn sie irreführen kann, ungeachtet dessen, ob der Adressat tatsächlich in die Irre geführt wurde oder die Irreführung beabsichtigt war. Es reicht die Irreführungseignung⁵⁸³. Die Verständlichkeit richtet sich nach einem objektiven Verständnis. Die Information muss für einen durchschnittlichen Angehörigen des Personenkreises, an den sie gerichtet ist, verständlich sein⁵⁸⁴. Betreffend die Richtigkeit der Information ist für den Rechtsträger oft nicht feststellbar, ob eine Information zutreffend ist oder nicht. Er hat aber die Informationen mit der Sorgfalt eines ordentlichen Wertpapierdienstleisters zu ermitteln⁵⁸⁵.

An bestimmte Informationen stellt das WAG allerdings besondere Anforderungen und sieht eine Verordnungsermächtigung der FMA zu ihrer näheren Ausgestaltung vor. Dabei geht es um Vergleiche von Dienstleistungen oder Finanzinstrumenten und Darstellungen von Wertentwicklungen.

⁵⁸² Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 547.

⁵⁸³ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 301.

⁵⁸⁴ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 104.

⁵⁸⁵ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 547.

Die FMA hat in den gegenständlichen §§ 3-6 der Interessenkonflikte und Informationen für Kunden-Verordnung (IIKV) allerdings lediglich den Wortlaut der MiFID-DRL übernommen, das hätte wohl auch der Gesetzgeber tun können⁵⁸⁶. Konkret müssen Vergleiche aussagekräftig sein und in einer redlichen und ausgewogenen Weise dargestellt werden. Die herangezogenen Informationsquellen und die herangezogenen Fakten und Hypothesen müssen angegeben werden.

Hinweise auf frühere Wertentwicklungen dürfen nicht im Vordergrund stehen und die Angaben müssen sich auf die unmittelbar vorausgehenden fünf Jahre beziehen. Gibt es keine fünfjährige Historie ist der gesamte Zeitraum heranzuziehen. In jedem Fall sind Referenzzeitraum und Informationsquelle eindeutig anzugeben. Es muss eine deutliche Warnung enthalten sein, dass sich die Angaben auf die Vergangenheit beziehen und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse sind. Auf die Auswirkung von Währung, Provisionen, Gebühren und anderer Entgelte ist einzugehen.

Wird eine Simulation einer früheren Wertentwicklung dargestellt, muss sie auf einer tatsächlichen Wertentwicklung eines Instruments beruhen, die mit dem betreffenden übereinstimmt. Auch hier ist eine Warnung, dass eine frühere Wertentwicklung kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft ist, anzubringen.

Werden schließlich Angaben zu einer zukünftigen Wertentwicklung gemacht, dürfen diese nicht auf einer früheren simulierten Wertentwicklung beruhen. Die Angaben müssen auf angemessenen, durch objektive Daten gestützten Annahmen beruhen und müssen die Auswirkung von Provisionen, Gebühren und anderer Entgelte beinhalten. Zusätzlich ist eine deutliche Warnung, dass derartige Prognosen kein zuverlässiger Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung sind, erforderlich.

MiFID und ihr folgend das WAG 2007 konkretisieren zwar teilweise die jedenfalls zu übermittelnden Informationen, lassen aber dennoch immer noch einigen

⁵⁸⁶ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 301.

Interpretationsspielraum. Klar beschrieben werden vor allem Basisinformationen betreffend den Rechtsträger, seine Sphäre und die angepeilte Dienstleistung. Diese sind durchaus zweckmäßig und hilfreich, wie der Verfasser dieser Arbeit meint, geht die neue Rechtslage aber zu wenig auf die für den Anlegerschutz im konkreten Beratungsfall wichtigen Informationen zum zu erwerbenden Finanzinstrument ein.

Letztendlich hat sich, auch wenn nun andere Begriffe zur Umschreibung dessen, wie diese Informationen aussehen sollen, verwendet werden, an den Qualitätsanforderungen aber nicht wirklich etwas geändert und auch bisher von Gesetz und Rechtssprechung aufgestellte Anforderungen an die Qualität der Information sollten weiterhin Beachtung finden und der Auslegung der unbestimmten Begriffe zugrunde gelegt werden.

Eine ausreichende Aufklärungspflicht umfasst sowohl die allgemeinen Risiken wie wirtschaftliche Entwicklung, Konjunkturlage und Börseentwicklung als auch die speziellen, das jeweilige Anlageobjekt betreffenden Risiken, etwa Währungs-, Kurs-, Zinsänderungs- und Bonitätsrisiko. Es ergeben sich überdies noch eine Fülle von weiteren aufklärungsbedürftigen Aspekten, wie etwa steuerliche Behandlung des Wertpapiers oder technische Risiken bei Spezialprodukten⁵⁸⁷. Auch die Tatsache, ob ein Unternehmen an einem geregelten Markt notiert oder nicht, ist bezüglich des dahinterstehenden Risikos als notwendige Information zu erachten⁵⁸⁸. In der Vermögensverwaltung spricht man in diesem Zusammenhang von Marktrisiko (systematisches Risiko) und Unternehmensrisiko (unsystematisches Risiko). Ebenso gehört es zur Vollständigkeit der Beratung, dass dem Kunden nur einfache und nachvollziehbare Rechenoperationen zugemutet werden⁵⁸⁹. Jedenfalls sind dem Kunden eventuell vorhandene Informationslücken seitens der Bank offen zu legen⁵⁹⁰.

⁵⁸⁷ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

⁵⁸⁸ *FMA*, Pflichtenheft für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2004), 6.

⁵⁸⁹ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, *ÖBA* 1994, 251 (253).

⁵⁹⁰ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (86).

Unter verständlicher Aufklärung ist zu verstehen, dass dem Kunden Fachbegriffe erklärt und etwaige fremdsprachige Ausdrücke übersetzt werden⁵⁹¹. Die deutsche Lehre geht davon aus, dass bei der Aufbereitung der Informationen auf den am schlechtesten informierten Kunden abzustellen ist⁵⁹². Die österreichische Judikatur hingegen orientiert sich zurecht am jeweiligen Bedarf des betreffenden Kunden⁵⁹³. Das WAG 2007 spricht zwar davon, dass die Information für einen durchschnittlichen Adressaten verständlich sein muss, aus zivilrechtlicher Sicht muss die Information aber für den konkreten Kunden verständlich sein⁵⁹⁴. Aber auch eine Informationsüberflutung soll vermieden werden. Ein anderes Vorgehen seitens des Anbieters wäre dem potenziellen Anleger gegenüber wohl auch nicht zumutbar, da gerade in Geldgeschäften wohl niemand wie ein Unwissender behandelt werden will. Es wird demnach auf die persönlichen Verhältnisse, den Bildungsstand sowie die geschäftlichen Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden Rücksicht genommen⁵⁹⁵. Jedenfalls sollten dem Kunden aber nur einfache Rechenaufgaben zugemutet werden⁵⁹⁶.

Aus dem Verbot der irreführenden Information ergibt sich, dass sie inhaltlich richtig sein muss⁵⁹⁷. Bezüglich der Verpflichtung zur Richtigkeit der Information, die sich eigentlich von selbst versteht, ist anzumerken, dass die Ermittlung der Tatsachen mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu erfolgen hat. Anbieter dürfen sich bei der Informationsweitergabe auf ihre Quellen verlassen, wenn diese erfahrungsgemäß vertrauenswürdig sind und eine weitere Überprüfung der Information mit zu hohen Kosten verbunden wäre⁵⁹⁸. Die Pflicht

⁵⁹¹ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (254).

⁵⁹² *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (746).

⁵⁹³ OGH 7.11.2007, 6 Ob 11/07f.

⁵⁹⁴ *Graf in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 548.

⁵⁹⁵ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 49.

⁵⁹⁶ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 93.

⁵⁹⁷ *Graf in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 547.

⁵⁹⁸ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 127.

zur Mitteilung dieser Informationen endet aber an den Grenzen der insiderrechtlichen Vertraulichkeitsbereiche⁵⁹⁹. Das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen geht der Pflicht zur Anlageberatung vor⁶⁰⁰. Insbesondere darf ein Kunde nicht darauf vertrauen, von Bankmitarbeitern mit rechtswidrigen, aufgrund von mangelnder Wahrung des Bankgeheimnisses erlangter oder aus Insiderkreisen stammender Informationen versorgt zu werden⁶⁰¹.

Eine Information ist dann nicht unrichtig, wenn dabei „Denkgesetze und allgemeine Erfahrungssätze beachtet worden sind“⁶⁰². Schwierig wird die Feststellung des Wahrheitsgehalts aufgrund ihrer ex-ante Betrachtung bei Beurteilungen und Prognosen. Schwierigkeiten bereiten in diesem Zusammenhang auch die zugrundeliegenden erheblichen subjektiven Maßstäbe. Um der Wahrheitspflicht zu genügen, müssen Beurteilungen plausibel und glaubhaft, Prognosen schlüssig sein⁶⁰³.

Grundsätzlich ist die Wahrheit der Information zum Zeitpunkt der Weitergabe zu beurteilen. Wurde allerdings eine mangelhafte Auskunft erteilt und werden später neue Informationen bekannt, so ist diese Auskunft richtig zu stellen, sofern noch ein zeitlicher Zusammenhang gegeben ist, um einen eventuellen Schaden noch verhindern oder mindern zu können⁶⁰⁴. Dieser zeitliche Zusammenhang muss, wie der Verfasser dieser Arbeit meint, aber schon ein sehr enger sein, damit dies auch möglich ist. Eine generelle Pflicht zur nachträglichen Richtigstellung lehnt die herrschende Lehre nämlich auch richtigerweise ab⁶⁰⁵. Ganz allgemein besteht eine solche Pflicht nur, wenn der Kunde erneut nachfragt oder bei einer

⁵⁹⁹ Vgl dazu die Ausführungen unter 6.2.2, Seite 91.

⁶⁰⁰ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (745).

⁶⁰¹ OGH 24.1.2002, 8 Ob 284/01z, RdW 2002, 334.

⁶⁰² *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 46.

⁶⁰³ *Vortmann*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken (1999), 172.

⁶⁰⁴ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 47.

⁶⁰⁵ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 105.

weiterhin aufrechten Geschäftsbeziehung etwa in Form eines Vermögensverwaltungsvertrags. Andernfalls endet mit dem Erwerb der Anlage durch den Kunden die Geschäftsbeziehung⁶⁰⁶.

Bei der Beratung hat der Anbieter alle ihm zur Verfügung stehenden Informationsquellen auszuwerten, Bonitätsbeurteilungen einzuholen, die Börsen und die Presse laufend zu überwachen und zwar unabhängig vom Beratungsbedarf des Kunden. Ein Dienstleister kann sich nicht darauf berufen, ihm seien gewisse Umstände nicht bekannt, wenn in der einschlägigen Wirtschaftspresse, sei sie in- oder ausländisch, über sie berichtet wurde⁶⁰⁷. Gleiches muss auch für Informationen gelten, die aus den entsprechenden weitverbreiteten und zum Standard zählenden Systemen wie Reuters oder Bloomberg ersichtlich sind. In Zeiten des Internet mit einer umfassenden Fülle an allgemein zugänglicher Information, kann wohl ein „Nichtwissen-Können“ im Sinne einer Unmöglichkeit der Informationsbeschaffung kaum mehr vorliegen. Die Kenntnis über jede vereinzelte Berichterstattung kann aber nicht vom Rechtsträger gefordert werden. Ist er hingegen in Kenntnis einer auch vereinzelt gebliebenen negativen Berichterstattung, so hat er die Pflicht zu deren Auswertung⁶⁰⁸. Da die Kunden dementsprechend auch immer besser informiert sind, sind die Anbieter gut beraten, ihre Informationspflichten sehr ernst zu nehmen und genau zu recherchieren. Dies gilt besonders auch für die Fälle, in denen der Kunde mit einem gewissen Anlageprodukt oder einer fixen Idee zum Rechtsträger kommt.

So wurde beispielsweise ein österreichisches Kreditinstitut wegen Verletzung der Sorgfaltspflicht verurteilt. Einem Pensionisten, der seine Ersparnisse sicher anlegen wollte, empfahl man argentinische Staatsanleihen und übersah dabei, dass es sich bei den angebotenen Papieren in Wahrheit um eine Anleihe einer privaten Firma auf den Cayman Islands handelte⁶⁰⁹. Dass auch ein Investment in

⁶⁰⁶ Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken (1999), 174.

⁶⁰⁷ Punkt 6 des WAG-Leitfadens 1996.

⁶⁰⁸ BGH 7.10.2008, XI ZR 89/07.

⁶⁰⁹ „Die Presse“ vom 10.05.2004.

argentinische Staatsanleihen in diesem Fall wohl nicht anlegergerecht gewesen wäre, sei nur am Rande bemerkt. Auch das LG München entschied zu Gunsten eines Anlegers, dem der Bankberater eine Ausfallversicherung für seine Anlage zugesichert hatte, obwohl aus dem entsprechenden Prospekt klar hervorgeht, dass eine solche nicht gegeben war⁶¹⁰.

Bei der Fülle an Finanzprodukten und der Schnelllebigkeit des Investmentgeschäfts ist es natürlich niemandem zumutbar, über alle relevanten Tatsachen Bescheid zu wissen. Das gilt insbesondere für die Angestellten von Universalbanken im Schalterbereich, die ein breites Spektrum an Aufgaben, vom Bausparvertrag über Kredite bis eben zu Veranlagungsgeschäften, abzudecken haben. Dementsprechend muss sich hier die Informationsbeschaffung darauf beschränken, über die Produkte, die aktiv angeboten werden, ausreichend Auskunft geben zu können. Da eine solche Aufnahme eines bestimmten Anlageinstruments in ein Anlageprogramm den Anschein einer vorhergegangenen Prüfung und Bewertung der Anlage durch die Bank erweckt, muss man eine dementsprechende Beratung erwarten dürfen⁶¹¹. Auch *Tutsch*⁶¹² unterscheidet beim Umfang der Beratung zwischen Produkten, die der Anbieter in ein selbst zusammengestelltes Anlageprogramm aufgenommen hat und sonstigen Produkten. Auch der BGH fordert, dass ein Produkt, das in ein Anlageprogramm aufgenommen wird, einer eigenen Prüfung zu unterziehen ist⁶¹³.

Für alle anderen Fälle - also kein eigenes bzw aktiv angebotenes Produkt - ist das oben Ausgeführte so zu verstehen, als dass es jedem Berater möglich sein muss und aufgrund der gegebenen Möglichkeiten auch ist, sich alle relevanten Informationen über eine bestimmte vom Kunden gewünschte Anlage zu besorgen. Die aufgrund einer solchen Anfrage eingeholten Informationen müssen

⁶¹⁰ *fonds professionell Online*, 17.10.2006.

⁶¹¹ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 126.

⁶¹² *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

⁶¹³ BGH 7.10.2008, XI ZR 89/07.

dann aber selbstverständlich in der geforderten Art und Weise für den Anleger aufbereitet werden.

Ist ein Berater nicht kompetent oder ausreichend informiert, so hat er das dem Kunden, wie bereits dargelegt, zu offenbaren⁶¹⁴. Das gilt natürlich auch dann, wenn er die Information nicht beschaffen kann. Die Pflicht zur Offenlegung der Wissensdefizite ergibt sich aus dem besonderen Vertrauensverhältnis des Kunden zum erforderlichen Fachwissen des Beraters⁶¹⁵. Besondere Probleme bieten Fälle, in denen sich der Berater trotz Nichtvorhandenseins von entsprechenden Empfehlungen und Analysen zu einer persönlichen Einschätzung hinreißen lässt. War nämlich eine solche Aussage ausschlaggebend für die Anlageentscheidung des Kunden und stellt sie sich im Nachhinein als unrichtig heraus, kann dies eine Haftung nach sich ziehen. Die private Einschätzung - die tunlichst unterbleiben sollte - ist strikt von der durch entsprechende Materialien abgesicherten objektiven Prognose zu trennen. Jedenfalls ist der Kunde ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass es sich bei der Prognose nur um eine Vermutung betreffend einer möglichen Entwicklung der Veranlagung handelt⁶¹⁶.

Andererseits darf, wie der OGH festgehalten hat, die Aufklärungs- und Warnpflicht der Banken auch nicht überspannt werden⁶¹⁷. Verfügt der Kunde über alle relevanten Informationen, ist nicht erkennbar, welche Informationen der Anbieter vorenthalten haben soll. Trifft der Kunde mit seiner Order keine offenkundige Fehlentscheidung kann kein Beratungsfehler festgestellt werden.

In einer weiteren Entscheidung hat das Höchstgericht ausgesprochen, dass es einem versierten und aufgeklärten Kunden zugemutet werden kann, seine

⁶¹⁴ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (255) und auch BGH 07.10.2008, XI ZR 89/07.

⁶¹⁵ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 30.

⁶¹⁶ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 42.

⁶¹⁷ OGH 8.7.2002, 7 Ob 140/02t.

wirtschaftlichen Interessen selbst zu wahren⁶¹⁸. Anders als in der „Put-Optionsscheine“-Entscheidung⁶¹⁹, in der die Beratungspflichten der Bank sehr weit gefasst wurden, hat der Anbieter nur Aufklärungs- und Beratungspflichten, „wenn aus den Umständen ein Mangel an einschlägigen Kenntnissen oder eine Fehlentscheidung offenkundig wird“⁶²⁰. Trotz der sehr ähnlich gelagerten Sachverhalte ergibt sich dennoch der - wohl entscheidende - Unterschied, dass der Kunde in 6 Ob 268/00f über die besonderen Risiken des Optionsgeschäfts und über die Bedeutung der Setzung von Limits, also auch über die Bedeutung des Orderzusatzes „bestens“, aufgeklärt wurde und es nicht um eine bestimmte Summe des Kapitaleinsatzes ging. Es ist dennoch jedenfalls begrüßenswert, dass die Judikatur unter aller gebotener Wahrung des Schutzes der Anlegerinteressen die Wertpapierdienstleister nicht zur Bevormundung der Kunden nötigt.

Auch der deutsche BGH sieht Grenzen der Beratungspflicht⁶²¹. Im der Entscheidung zugrundeliegenden Sachverhalt wurde der klagende Kunde vom bevorstehenden Verfall seiner Optionsscheine informiert und ihm unter Angabe der Optionsbedingungen sowie einer eindeutigen Begründung geraten, die Option nicht auszuüben. Darüber hinaus bot die Bank an, für weitere Fragen zur Verfügung zu stehen. Der Kunde übte dennoch die Optionen aus und erlitt daraus einen erheblichen Schuldsaldo. Der Anbieter war in diesem Fall nicht verpflichtet, von sich aus erneut eine weitere Beratung oder Aufklärung anzubieten. Im Sinne einer weiter gefassten Beratungspflicht war allerdings ein Urteil des OLG Nürnberg⁶²². Hier hat ein Kunde einen limitierten Kaufauftrag mit langer Gültigkeit gegeben und in der Zwischenzeit einen weiteren Kauf beauftragt, der das Guthaben auf dem Verrechnungskonto aufgebraucht hat. Als das Limit vom ersten Auftrag erreicht war, wurde dieser Kauf durchgeführt und

⁶¹⁸ OGH 23.11.2000, 6 Ob 268/00f, ÖBA 2001, 723.

⁶¹⁹ Vgl dazu die Ausführungen unter 3.2.1, Seite 40.

⁶²⁰ OGH 23.11.2000, 6 Ob 268/00f, ÖBA 2001, 723.

⁶²¹ BGH 24.7.2001, XI ZR 329/00.

⁶²² OLG Nürnberg, Urt v 30.10.2009 – 14 U 259/09, BKR 2009, 518.

damit das Konto überzogen. Das Gericht hat ausgesprochen, dass die Bank verpflichtet gewesen wäre, bei Ausführung des Geschäfts nachzufragen, ob der limitierte Kaufauftrag noch weiter bestehen bleiben soll und begründet dies mit einer kommissionsrechtlichen Treuepflicht, räumt aber gleichzeitig ein Mitverschulden des Anlegers ein. Diese Ansicht geht nach Meinung des Autors dieser Arbeit aber schon sehr weit in Richtung Bevormundung.

Wie bereits ausgeführt, kann die Aufklärung über die für das Geschäft relevanten Tatsachen auch mittels standardisierter Informationsbroschüren, also der nach WAG-Leitfaden erstellten in Umlauf befindlichen Risikohinweise, erfolgen. Diese Risikohinweise, die in der Praxis von den Anbietern individuell formuliert wurden, sind für einzelne Anlageinstrumente ausgestaltet und geben eine kurze Beschreibung sowie eine Auflistung der potenziellen Risiken und gehen auf Spezialfälle ein. Auch wenn *Honsell* den vorgeschlagenen Risikohinweisen „eher Unterhaltungs- als Informationswert“⁶²³ zubilligt und sie ihn an alte „No-na-Witze“ erinnern, ist festzuhalten, dass sie ein durchaus brauchbares Instrument sind, um die einzelnen Finanzinstrumente übersichtlich zu erklären und die mit ihnen verbundenen Risiken darzustellen. Betreffend der von *Honsell* aaO aufgelisteten „Stehsätze“ ist es durchaus richtig, dass man geneigt wäre, annehmen zu können, dass gewisse Dinge einem verständigen mündigen Bankkunden bewusst sein würden. Leider zeigt es sich in der Praxis immer wieder, dass dem ganz und gar nicht so ist und gerade in Geldfragen oftmals der Hausverstand zu schwinden scheint.

Im Einzelfall sollte daher bei der Beratung zusätzlich zur Aushändigung solcher Informationen jedenfalls, wie *Knobl*⁶²⁴ völlig zutreffend meint, eine konkrete produktbezogene Aufklärung treten, da die Risiken einzelner Wertpapiere auch innerhalb der selben Anlagekategorie weit gestreut sein können. Aktien unterschiedlicher Branchen beispielsweise reagieren durchaus unterschiedlich auf bestimmte gesamtwirtschaftliche Entwicklungen. Auch der BGH geht in

⁶²³ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (594).

⁶²⁴ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 129.

diesem Zusammenhang von einem Zwei-Stufen-Modell aus⁶²⁵. Zuerst wird eine vom Kunden zu unterschreibende Unterrichtungsschrift ausgegeben und danach ist eine anleger- und anlagegerechte Aufklärung vorzunehmen. *Kalss/Oppitz/Zollner* halten fest, dass „die Risikohinweise des Leitfadens ... keine für jeden Kunden abschließende Risikoaufklärung bewirken“⁶²⁶ können. Auch wenn sich das WAG 2007 nun scheinbar mit dieser Art der Aufklärung zufrieden gibt. Wie bereits mehrmals gezeigt, ist dies in der Tat lediglich scheinbar so.

Diese Vorgangsweise ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit besonders im Zusammenhang mit den sich in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuenden strukturierten Produkten wie etwa Kapitalgarantien geboten. Solche Finanzinnovationen setzen sich aus unterschiedlichen Komponenten - zumeist eine Nullkuponanleihe und ein Index, Aktienkorb oder ähnliches - zusammen und sind oft sehr komplex aufgebaut. Auch wenn über das allgemeine Anleihen- und Aktienrisiko aufgeklärt wurde, ist ein näheres Eingehen auf die Struktur des Produkts und die für die Bewertung relevanten Umstände gesondert einzugehen. Vor allem schon deshalb, weil die Bezeichnung als „Garantie“ für den Anleger irreführend ist. Der eingesetzte Betrag ist nämlich nur am Ende der mehrjährigen Laufzeit und auch das nur, wenn der Emittent nicht zahlungsunfähig wird, garantiert. Eine „unterjährige“, also vor Ende der Laufzeit stattfindende, Veräußerung des Produkts kann zur Realisation oft erheblicher Verluste führen.

Das WAG 2007 nimmt in § 40 Abs 2 Z 3 u 4 genau zu dieser Problematik Stellung. Allerdings kann eine solche Information nicht zielführend in standardisierter Form gegeben werden. Eine objektbezogene Beratung über den Umfang der Risikohinweise hinaus ist also auch nach neuer Rechtslage unumgänglich.

⁶²⁵ *Oppitz*, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-) Derivaten, ÖBA 1999, 949 (953).

⁶²⁶ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), 166.

Für sogenannte „Penny Stocks“ und Börsetermingeschäfte hat der deutsche BGH explizit besondere wertpapierspezifische Aufklärungspflichten entwickelt⁶²⁷.

Grundsätzlich sind Risikohinweise durchaus geeignet, die Information das Marktrisiko betreffend abzudecken, liefern aber keinerlei Anhaltspunkte zum Unternehmensrisiko, weshalb eine Aushändigung dieser standardisierten Dokumente ohne weiterer Aufklärung nicht den Anforderungen einer ausreichenden Informationserteilung genügt.

Durch die rasante Entwicklung der Finanzmärkte mit ihrer Fülle an neuen Produkten laufen schriftlich ausgefertigte Risikohinweise darüber hinaus Gefahr, bezüglich dieser Innovationen überholt oder zumindest lückenhaft zu werden⁶²⁸. Die betreffenden Ausführungen des „neuen“ Leitfadens sind zwar erfreulicherweise sehr umfangreich - auf über 50 Seiten wird auf alle möglichen Anlageprodukte eingegangen - es muss aber jedenfalls eine zusätzliche mündliche Aufklärung hinzutreten, was auch die Autoren des WAG-Leitfadens festhalten⁶²⁹.

Bei den beschriebenen strukturierten Produkten werden verschiedene bekannte Instrumente so miteinander kombiniert, dass ihr Risikogehalt nicht mehr ohne eingehende Beschäftigung mit der Konstruktion feststellbar ist. Eine kumulative Aushändigung der Risikohinweise zu den einzelnen dem Produkt zugrundeliegenden Instrumenten ohne zusätzliche Aufklärung reicht in diesem Zusammenhang, wie bereits oben darlegt und auch von *Oppitz*⁶³⁰ gefordert, selbstverständlich nicht aus, um dem Erfordernis der umfassenden Informationserteilung gerecht zu werden.

⁶²⁷ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 76.

⁶²⁸ *Oppitz*, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-) Derivaten, ÖBA 1999, 949 (956).

⁶²⁹ In den Vorbemerkungen der Anlage 6, Seite 54.

⁶³⁰ *Oppitz*, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-) Derivaten, ÖBA 1999, 949 (956).

Bezüglich der Standarddokumentation sind auch die Ausführungen des Punkt 40 des CESR Dokuments zur Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln⁶³¹ zu beachten. Dementsprechend müssen etwa die Hauptcharakteristika des Instruments, Gebühren, Abwicklungsmodalitäten und eventuelle Rücktrittsrechte behandelt werden, womit sie um einiges weitergefasst sind als die Risikohinweise nach dem WAG-Leitfaden. Bezüglich zusätzlicher Beratung betreffend das Unternehmensrisiko gilt auch hier das oben Ausgeführte, da die Kunden über die wichtigsten Elemente der vorgesehenen Wertpapierdienstleistung zu informieren sind⁶³² und CESR in Punkt 53 der Wohlverhaltensregeln weitere Risikowarnungen vorschreibt, die bei Bedarf zu erteilen sind. Die übermittelten Informationen müssen klar und verständlich sein, die Risikohinweise dürfen nicht versteckt, in ihrer Bedeutung gemindert oder verschleiert werden⁶³³. Diese Formulierung findet sich nun auch im WAG, nämlich in § 41 Abs 2 letzter Satz wieder.

Ein besonderes Problem im Beratungsgespräch stellt die Darstellung von zu erwartenden Erträgen dar. An dieser Stelle sei auch auf die obigen Ausführungen zu den §§ 3-6 IIKV verwiesen. Der Kunde muss darüber aufgeklärt werden, wie sich die Rendite berechnet und wovon sie abhängt. Besonders zu hinterfragen ist, ob die dargestellte Kursentwicklung des gegenständlichen Produkts die anfallenden Spesen berücksichtigt oder nicht⁶³⁴. Bei festverzinslichen Wertpapieren muss jedenfalls auf die Bonität des Emittenten hingewiesen werden. Keinesfalls darf das Risiko der Anlage bei der Darstellung eines möglichen Ertrags verharmlost werden⁶³⁵. Werden historische Wertentwicklungen dargestellt, muss laut Punkt 46 der CESR-Wohlverhaltensregeln darauf hingewiesen werden, dass solche Darstellungen keine verlässlichen Hinweise auf eine eventuelle zukünftige Entwicklung

⁶³¹ CESR, A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of Conduct Business Rules; (CESR/01-014d), (2002).

⁶³² Punkt 37 CESR-Wohlverhaltensregeln.

⁶³³ Punkt 27 CESR-Wohlverhaltensregeln.

⁶³⁴ FMA, Hinweise für Anleger, 4.

⁶³⁵ Kunath, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, ecolex 1995, 83 (87).

zulassen. Grundsätzlich sollte das Nennen einer bestimmten erwarteten Rendite unterlassen werden, da Vorhersagen von Marktentwicklungen vor allem auf längere Frist sehr schwierig sind, da sie von einer Unmenge an Unsicherheitsfaktoren abhängig sind. Solche Zusagen sind zumeist unseriös und verletzen gegebenenfalls das Vertrauen des Anlegers.

Informationen betreffend der Kosten umfassen alle Zahlungspflichten wie etwa Transaktionsgebühren und Kosten für Depotauszüge, unter besonderer Berücksichtigung eventueller Mindestspesen, sowie sonstige Gebühren für Produkte oder Dienstleistungen⁶³⁶. Auch im Pflichtenheft der FMA wird Information über die beim Geschäft anfallenden Kosten ausdrücklich gefordert⁶³⁷. Ein weiterer heikler Punkt sind Aufschläge auf die Optionsprämie bei der Durchführung von Optionsgeschäften. Die Anbieter solcher Geschäfte vereinnahmen vom Anleger als Provision mitunter äußerst stattliche Aufschläge auf die Börseoptionsprämie. Diese Aufschläge verschlechtern (oder minimieren sogar) die Chancen, Gewinn aus der Transaktion zu ziehen, da ein höherer Kursaufschlag als der vom Börsehandel als realistisch angesehene notwendig ist, um die Gewinnzone zu erreichen. Der deutsche Bundesgerichtshof fordert daher in diesem Punkt spezielle Aufklärung über die Tatsache, dass dem so ist und über die genaue Höhe der Aufschläge⁶³⁸.

Der deutschen Judikatur zu Folge sind auch jedwede Provisions- und Gebührenbeteiligungsvereinbarungen zwischen Vermögensverwalter und Depotbank offen zu legen⁶³⁹. Diese Forderung wurde nun explizit im WAG umgesetzt⁶⁴⁰.

⁶³⁶ Punkt 41 CESR-Wohlverhaltensregeln.

⁶³⁷ FMA, Pflichtenheft für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2004), 14.

⁶³⁸ BGH 16.10.2001, XI ZR 25/01 und dem folgend BGH 28.5.2002, XI ZR 150/01.

⁶³⁹ BGH 19.12.2000, XI ZR 349/99.

⁶⁴⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 6.3, Seite 100 ff.

Zu erwähnen sind auch steuerliche Aspekte. Eine den Steuerberater ersetzende Aufklärung ist den Banken selbstverständlich nicht möglich und auch nicht zumutbar. Darauf deutet auch der oben erwähnte geforderte Hinweis auf die Abhängigkeit der steuerlichen Verhältnisse von der jeweiligen Person hin. Einige Aspekte wie der Hinweis auf Doppelbesteuerungsabkommen bei ausländischen Papieren oder die besondere Behandlung von Nullkupon-Anleihen sind allerdings für die Rendite der ins Auge gefassten Anlage relevant und müssen daher im Beratungsgespräch erwähnt werden⁶⁴¹.

Auch nach der Finanzdienstleistungs-Fernabsatz-Richtlinie⁶⁴² sind die Anbieter verpflichtet, alle in den Wohlverhaltensregeln enthaltenen Aufklärungs- und Informationspflichten einzuhalten. Darüber hinaus schulden die Unternehmen Informationen über den Anbieter, die Finanzdienstleistung und betreffend den Fernabsatzvertrag⁶⁴³.

7.2.4 Zeitpunkt und Form der Übermittlung

Das Gesetz differenziert hinsichtlich des Umfangs und des Zeitpunkts der Information zwischen Privatkunden und professionellen Kunden⁶⁴⁴.

Die Bestimmungen des § 42 Abs 1 WAG betreffend die Rechtzeitigkeit der Informationsübermittlung gegenüber Privatkunden sind nicht ganz klar. *Graf*⁶⁴⁵ leitet aus dem Zweck der MiFID-DRL richtigerweise ab, dass der Kunde Informationen über die Bedingungen und weitere Angaben des Vertrags sowie bestimmte Angaben zur Dienstleistung (nach § 40 Abs 1 Z 1) vor Abgabe eines

⁶⁴¹ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 78.

⁶⁴² Richtlinie 2002/65/EG vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher.

⁶⁴³ *Brandl/Hohensinner*, Finanzdienstleistungen im Fernabsatz, ÖBA 2003, 52 (54).

⁶⁴⁴ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 303.

⁶⁴⁵ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 551.

bindenden Angebots - also bevor er in irgendeiner Art und Weise gebunden ist - zu erhalten hat, unabhängig davon, wann der Vertrag zustande kommt. Die sonstigen Informationen, das sind die nach § 40 Abs 1 Z 2-6, sind vor der Erbringung der Dienstleistung bzw Nebendienstleistung zu übermitteln⁶⁴⁶.

Den professionellen Kunden sind vor Erbringung der Dienstleistung Informationen betreffend den Schutz von Kundenfinanzinstrumenten und Kundengeldern zu übermitteln⁶⁴⁷. Bezüglich der anderen Informationen ist kein bestimmter Zeitpunkt vorgegeben.

Ausnahmsweise kann die Informationserteilung auch gegenüber Privatkunden nach Abschluss des Vertrages erfolgen, nämlich wenn der Vertrag auf Wunsch des Kunden mittels eines Fernkommunikationsmittels zustande kommt. In diesem Fall hat der Rechtsträger allerdings die Bestimmungen des Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetzes einzuhalten, unabhängig davon, ob der Kunde Verbraucher ist oder nicht⁶⁴⁸.

Wird mit dem Kunden ein neuer Vertrag eingegangen, so sind die geforderten Informationen neuerlich zu erteilen. Auch bei jeder Erbringung einer Dienstleistung sind die jeweiligen Informationen zu übermitteln, es sei denn es handelt sich um Geschäfte mit ein und der selben Art von Finanzinstrument⁶⁴⁹.

Die Informationen müssen auf einem dauerhaften Datenträger übermittelt werden. Laut Definition⁶⁵⁰ ist das jedes Medium, das es dem Kunden gestattet, an ihn persönlich gerichtete Informationen derart zu speichern, dass er sie in der Folge für eine für die Zwecke der Information angemessene Dauer einsehen kann, und das die unveränderte Wiedergabe der gespeicherten Informationen

⁶⁴⁶ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 124.

⁶⁴⁷ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 552.

⁶⁴⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 303.

⁶⁴⁹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 552.

⁶⁵⁰ § 1 Z 28 WAG 2007.

ermöglicht. Grundsätzlich geht der Gesetzgeber davon aus, dass nur Papier in Frage kommt⁶⁵¹. CESR lässt auch Diskette, CD-ROM, DVD und Festplattenspeichermöglichkeit gelten⁶⁵². Diese Medien sind aber wohl nur beschränkt praktikabel.

Unter bestimmten Voraussetzungen ist auch die Verwendung eines anderen dauerhaften Datenträgers als Papier zulässig. Die Bereitstellung von Informationen per E-Mail ist angemessen und somit zulässig, wenn der Kunde nachweislich über einen regelmäßigen Zugang zum Internet verfügt, was vermutet wird, wenn er für die Ausführung des Geschäfts eine E-Mail-Adresse angegeben hat⁶⁵³. Zudem muss dem Kunden die Wahl zwischen Papier oder anderem dauerhaften Datenträger gelassen worden sein und er muss sich ausdrücklich für Letzteren entschieden haben⁶⁵⁴.

Unter bestimmten Voraussetzungen lässt das Gesetz auch Informationserteilung nicht auf einem dauerhaften Datenträger, sondern über eine Website zu. Es darf sich nicht um an den Kunden persönlich gerichtete Informationen handeln. Die Angemessenheit der Bereitstellung ergibt sich daraus, dass der Kunde nachweislich über regelmäßigen Zugang zum Internet verfügt, was wiederum durch Angabe einer E-Mail-Adresse vermutet wird und er der Übermittlung von Informationen mittels Website ausdrücklich zustimmt. Der genaue Fundort muss dem Kunden elektronisch mitgeteilt werden, die Informationen müssen aktuell sein und laufend abgefragt werden können⁶⁵⁵.

Von dieser Ausnahme der Zurverfügungstellung der Information auf einer Website abgesehen, sind die Informationen zu übermitteln, das heißt es muss eine aktive Mitteilung seitens des Rechtsträgers erfolgen. Das Bereitstellen eines

⁶⁵¹ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 119.

⁶⁵² Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 31.

⁶⁵³ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 304.

⁶⁵⁴ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 119.

⁶⁵⁵ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 553 f.

dauerhaften Datenträgers zur Abholung ist nicht ausreichend. Dies genügt nur gegenüber professionellen Kunden⁶⁵⁶.

Nach Abwicklung des Auftrags endet die Informationspflicht, wenn nicht dauernde Beratung geschuldet ist, wie etwa bei einem Vermögensverwaltungsvertrag, bzw wenn kein neuer Beratungsvertrag geschlossen wurde, auch bei sich ändernden Umständen⁶⁵⁷. Auch nach deutscher und österreichischer Rechtsprechung⁶⁵⁸ besteht keine Nachinformations- oder Nachberatungspflicht. In einer Entscheidung aus dem Jahr 2006 führt das Höchstgericht aus, dass nach einmaligem Kauf von Investmentanteilen durch einen Kunden für die abwickelnde Bank keine fortdauernden Überwachungs- und Beratungspflichten entstehen. Erkundigt sich der Kunde allerdings in weiterer Folge danach, ob nicht ein Verkauf der gegenständlichen Papiere ratsam sei, kommt ein neuer Beratungsvertrag zustande⁶⁵⁹. Bzgl der wiederkehrenden Informationspflichten unterscheiden *Spindler/Kasten*⁶⁶⁰ zwischen einmalig zu erteilenden Informationen und zumindest anlassbezogen zu erteilenden Informationen. Erstere sind die vor Vertragsschluss auszuhändigenden Informationen, letztere Angaben über Finanzinstrumente und Kosten. Bei Geschäften mit ein und der selben Art von Finanzinstrument müssen nicht jeweils erneut Informationen erteilt werden.

⁶⁵⁶ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 120.

⁶⁵⁷ Arendts, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (255).

⁶⁵⁸ HG Wien; Urteil vom 25.1.1996, 1R 364/96t, OLG Frankfurt 23.3.2007, BKR 2007, 428 sowie VwGH 10.12.2008, ZFR 2009, 103.

⁶⁵⁹ BGH 21.3.2006, XI ZR 63/05.

⁶⁶⁰ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 33.

7.3 Eignung und Angemessenheit von Wertpapierdienstleistungen

7.3.1 Nachforschungspflichten zur Person des Kunden

Erbringer von Wertpapierdienstleistungen waren bereits gemäß § 13 Z 3 WAG 1996 verpflichtet, von ihren Kunden Angaben über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand der Wertpapierdienstleistung sein sollen, sowie über ihre Ziele und Vermögensverhältnisse einzuholen, soweit dies zur Wahrung der Kundeninteressen erforderlich ist. Damit wurde eine Einschätzung der individuell nötigen Beratung ermöglicht. Inwieweit solche Erkundigungen erforderlich sind, ergibt sich aus der Schutzbedürftigkeit des Kunden, die sich wiederum aus seiner Professionalität ableitet⁶⁶¹. Allerdings ist gerade bei privaten Anlegern grundsätzlich zuerst von der Notwendigkeit uneingeschränkter Beratung auszugehen und eine Einschränkung der Pflichten nach § 13 Z 3 u 4 WAG 1996 erst nach erfolgter Feststellung einer eingeschränkten Schutzbedürftigkeit angemessen.

Durch das Einholen der in § 13 Z 3 WAG 1996 geforderten Angaben sollte die Grundlage für eine auf die persönlichen Verhältnisse und Bedürfnisse des Kunden zugeschnittene Information gelegt werden. Durch den in der zitierten Bestimmung festgelegten Differenzierungsvorbehalt wird klargestellt, „dass keinesfalls eine unbegrenzte Transparenz der Anleger“ angestrebt wird und zugleich vermieden wird, „dass es seitens des Anlageberaters ausreicht, jeden Anleger mit derselben Information zu versorgen“⁶⁶². Es wird dadurch das sogenannte „Know-your-customer“-Prinzip implementiert. Dieses Prinzip der Anlegergerechtigkeit ist auch schon längst zum Bestandteil des deutschen Bankenhaftungsrechts geworden und hat sich auch in der österreichischen

⁶⁶¹ Haghofer/Mayer, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (587).

⁶⁶² Damjanovic, Zur Entstehung und zu gegenwärtigen Problemen der zivilrechtlichen Haftung für fehlerhafte Anlageberatung (2004), 177.

Literatur⁶⁶³ durchgesetzt. Wörtlich findet sich dieser Grundsatz auch in den CESR-Wohlverhaltensregeln⁶⁶⁴.

Schon vor Einführung des WAG bildete sich der von der Judikatur aufgestellten Maxime der anlegergerechten Beratung folgend, die Pflicht zur Hinterfragung des Anlagezieles, der Risikobereitschaft und der persönlichen Verhältnisse des Kunden heraus⁶⁶⁵. Auch wenn, wie *Honsell*⁶⁶⁶ feststellt, die Risikobereitschaft und –fähigkeit nicht ausdrücklich im Gesetz genannt wurden, hat sich die Notwendigkeit, dementsprechende Informationen einzuholen, als selbstverständlich etabliert.

Auch das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 verlangt vor Erbringung der Dienstleistung die Einholung bestimmter Informationen vom Kunden. Auf Basis dieser Informationen soll die Eignung beziehungsweise Angemessenheit der beabsichtigten Wertpapierdienstleistung beurteilt werden. Es wird also weiterhin am „Know-your-customer“-Prinzip festgehalten und vorgeschrieben, dass der Rechtsträger den Kunden anleger- und objektgerecht zu beraten hat⁶⁶⁷.

Bezüglich des Umfangs der Angaben wird nach Art der zu erbringenden Dienstleistung unterschieden. Bei Anlageberatung oder Portfolioverwaltung sind Angaben zu Kenntnissen und Erfahrungen, den finanziellen Verhältnissen sowie den Anlagezielen des Kunden einzuholen. Damit soll die Eignung der Dienstleistung und Finanzinstrumente für den Kunden festgestellt werden. Bei sonstigen Wertpapierdienstleistungen also beispielsweise der Anlagevermittlung soll die Angemessenheit von Dienstleistung oder Produkt beurteilt werden, dazu

⁶⁶³ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (126).

⁶⁶⁴ Abschnitt III Punkt 3: Das „know your customer“-Prinzip und die Sorgfaltspflicht.

⁶⁶⁵ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (84 f); *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (252 f); *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (583).

⁶⁶⁶ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (595).

⁶⁶⁷ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 306.

reichen Angaben zu Erfahrungen und Kenntnissen aus. Anhand dieser Informationen soll der Rechtsträger beurteilen können, ob der Kunde die mit der jeweiligen Wertpapierdienstleistung einhergehenden Risiken verstehen kann⁶⁶⁸. Beim Execution-Only-Geschäft kann gänzlich auf die Einholung von Kundenangaben verzichtet werden.

Jedenfalls sind nach § 43 WAG Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden im Anlagebereich zu ermitteln, soweit dies nach Art des Kunden, Art der Dienstleistung sowie unter Berücksichtigung der damit verbundenen Komplexität und Risiken angemessen ist. Die Angemessenheit wird wie auch bisher von der Professionalität des Kunden abhängen⁶⁶⁹. Für professionelle Kunden hat die gegenständliche Bestimmung keine praktische Bedeutung. Der Rechtsträger kann davon ausgehen, dass solche Kunden die nötigen Kenntnisse und Erfahrungen haben. Es kommen also nur Differenzierungen innerhalb der Gruppe der Privatkunden in Frage⁶⁷⁰. Ungeachtet dieses Angemessenheitsvorbehalts sind aber grundsätzlich folgende Angaben einzuholen⁶⁷¹.

Zum ersten ist vom potentiellen Anleger zu erfragen, mit welchen Dienstleistungen, Geschäften und Finanzinstrumenten er vertraut ist. Zweitens sind Angaben darüber einzuholen, in welcher Art, in welchem Umfang und in welcher Häufigkeit diese Geschäfte in welchem Zeitraum durchgeführt wurden. Drittens werden Angaben zu Bildungsstand, Beruf oder relevantem früheren Beruf gefordert.

Inwieweit allerdings Bildungsstand und Beruf - abgesehen von den Fällen in denen der Kunde selbst beruflich im Wertpapierbereich tätig ist - Auskunft über die Auffassungsgabe des potentiellen Anlegers in Finanzangelegenheiten geben

⁶⁶⁸ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 556.

⁶⁶⁹ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 129.

⁶⁷⁰ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 557.

⁶⁷¹ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 28.

soll, ist fraglich. Es muss hier wohl allein auf die Erfahrungen und Kenntnisse abgestellt werden. Je weniger davon beim Kunden vorhanden sind, desto intensiver muss die Beratung ausfallen⁶⁷².

Die Wertpapierdienstleister haben, sofern nicht bereits aus bestehender Geschäftsbeziehung ein klares Bild über den Kunden vorliegt oder es sich um einen professionellen Anleger handelt, die Angaben des Kunden zwecks Erstellung eines Kundenprofils zu erfragen⁶⁷³.

Der WAG-Leitfaden fordert in Punkt 4.4., wie auch schon die Verhaltensregeln zur Anlageberatung⁶⁷⁴, in diesem Zusammenhang die Erstellung eines Anlegerprofils für jeden Kunden, um die im Gespräch gewonnenen Kundenangaben festzuhalten. Diese Angaben sollen es dem Anbieter ermöglichen, seine Pflichten gegenüber dem Kunden im Rahmen der Erbringung dieser Dienstleistungen zu erfüllen. *Brandl/Saria*⁶⁷⁵ fassen zusammen, dass in Fällen, in denen das erstellte Anlegerprofil ergibt, dass ein Beratungsbedarf besteht, der Kunde unter Bedachtnahme auf das Anlageziel sowohl anleger- als auch anlagegerecht zu beraten ist. In der Praxis haben die Anbieter unterschiedlich umfangreiche Fragebögen entwickelt, um die geforderten Angaben einzuholen. Zu den so erhobenen Kriterien werden die Anlageformen mit unterschiedlichem Risikogehalt in Relation gesetzt. Der „alte“ Leitfaden zum WAG 1996 empfiehlt, aus dieser Gegenüberstellung eine Matrix abzuleiten, die den Beratungsbedarf zu Tage fördert⁶⁷⁶. Das ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nach wie vor ein praktikabler Ansatz der auch nach neuer Rechtslage durchaus angewandt werden sollte.

⁶⁷² *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 308.

⁶⁷³ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 124.

⁶⁷⁴ *Kunath*, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, *ecollex* 1995, 83 (83).

⁶⁷⁵ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 35.

⁶⁷⁶ Pkt 3.5. des WAG-Leitfadens 1996.

Die Erstellung eines Anlegerprofils hilft nicht nur dem Dienstleister dabei die richtigen Produkte für bestimmte Kundengruppen zu finden, sondern diese Anlegerprofile sind auch wichtige Beweismittel zur Klärung der Frage, ob eine sachgerechte Beratung stattgefunden hat⁶⁷⁷. Weiters stellen sie, wie *Vortmann*⁶⁷⁸ zutreffend festhält, auch eine Maßnahme zur Reduzierung des Haftungsrisikos für die Bank dar. Allerdings ist festzuhalten, dass allein das Ausfüllen der entsprechenden Fragebögen ohne zusätzliche sachgemäße Beratung nicht notwendigerweise ausreicht, um eine Haftung des Anbieters gänzlich auszuschließen. So hat das LG Dortmund eine Sparkasse zu Schadenersatz verurteilt, weil das Beratungsgespräch trotz Vorliegen eines Finanzanalysebogens nicht ordnungsgemäß geführt wurde. Insbesondere wurde nicht auf die Erfahrungen der Kundin eingegangen und es wurden ihr in der Folge Produkte verkauft, die nicht ihrer Risikoneigung entsprachen⁶⁷⁹. Das Ausfüllen des Anlegerprofils sollte also keinesfalls als Formalität betrachtet werden.

Der Anbieter ist dazu berechtigt, sich auf die Angaben des Kunden zu verlassen, sofern diese nicht offensichtlich veraltet, unzutreffend oder unvollständig sind. Wie nach bisheriger Rechtslage können dem Rechtsträger also nur evidente Unrichtigkeiten angelastet werden, allerdings schadet bereits leichte Fahrlässigkeit⁶⁸⁰. Sowohl die herrschende Lehre und auch der BGH sind zutreffenderweise der Meinung, dass für den Anbieter entscheidend ist, dass das Aufklärungsbedürfnis des Kunden erkennbar ist. Gibt sich der Anleger als erfahren, gilt das als Indiz dafür, dass er weder einer Beratung bedarf, noch

⁶⁷⁷ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 39.

⁶⁷⁸ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (585 f).

⁶⁷⁹ *Portfolio International*, Ausgabe 9, November 2004, 40.

⁶⁸⁰ *Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 130.

diese auch wünscht⁶⁸¹. In ihrer Broschüre „Hinweise für Anleger“ empfiehlt die FMA den Kunden, gewissenhaft Auskunft über ihre Verhältnisse zu geben⁶⁸².

Verweigert der potenzielle Anleger Angaben zu den geforderten Punkten, kann er sich später nicht auf fehlende Kenntnis oder Aufklärung berufen und der Kunde wünscht in diesem Fall keine Beratung, womit die Bank nicht rechtswidrig handelt⁶⁸³. Der Rechtsträger hat den Anleger allerdings darauf aufmerksam zu machen, dass die Verweigerung der Angaben seine Interessen beeinträchtigen kann⁶⁸⁴. Macht der Kunde keine Angaben gibt es erhebliche Einschränkungen bei den anzubietenden Dienstleistungen. Die Tatsache, dass der Anleger von seinem Recht, keine Angaben zu machen, Gebrauch macht, sollte jedenfalls dokumentiert werden. Die FMA empfiehlt in ihrem Pflichtenheft, eine schriftliche Bestätigung des Kunden über die Verweigerung der Auskunftserteilung einzuholen⁶⁸⁵. Allerdings darf der Rechtsträger den Kunden nicht dazu veranlassen, die Übermittlung der nach den §§ 43-47 WAG erforderlichen Informationen zu unterlassen. Dadurch wird vermieden, dass der Anbieter den an sich zwingenden Charakter des § 43 zu umgehen versucht⁶⁸⁶.

Sind alle notwendigen Angaben eingeholt, hat der Kunde die notwendigen Erfahrungen und Kenntnisse, wurden alle Risiken dargelegt und die notwendigen Informationen richtig und verständlich erteilt, dann sind jedenfalls die Grundsätze der anleger- und anlagegerechten Beratung erfüllt. Zu diesem Urteil kam auch das LG Potsdam⁶⁸⁷. Das Handelsgericht Wien hat ebenso entschieden, dass bei

⁶⁸¹ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 64.

⁶⁸² FMA, Hinweise für Anleger, 4.

⁶⁸³ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (745).

⁶⁸⁴ Punkt 69 CESR-Wohlverhaltensregeln.

⁶⁸⁵ FMA, Pflichtenheft für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2004), 13.

⁶⁸⁶ *Graf in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 558.

⁶⁸⁷ LG Potsdam, Urt v 3.12.2008 – 8 O 142/08, BKR 2009, 204.

entsprechendem Kundenprofil und vorhandener Kenntnisse auch bei einem Totalausfall eines Hedge Fonds kein Beratungsfehler vorliegt⁶⁸⁸.

Da die Angaben des Kunden immer nur augenblicksbezogen sind und damit schnell ihre Aussagekraft verlieren, ergibt sich Aktualisierungs-Bedarf⁶⁸⁹. Hier darf aber nicht übersehen werden, dass lediglich bei der Verpflichtung zu regelmäßiger Betreuung - also in den Fällen der Anlageberatung beziehungsweise bei der Portfolioverwaltung - eine solche Aktualisierung in Frage kommt. In den meisten Fällen der Anlagevermittlung kommt kein Dauerschuldverhältnis zustande⁶⁹⁰. Aus aufsichtsrechtlichen Gründen empfiehlt sich jedenfalls eine Orientierung an der Empfehlung der FMA, die Angaben alle drei Jahre zu aktualisieren⁶⁹¹.

Bei ständig gleichbleibenden Aufträgen besteht keine Verpflichtung, die Angaben ständig wieder einzuholen⁶⁹². Das ist zumindest für die Angaben zu Kenntnissen und Erfahrungen gültig, denn diese gehen nicht verloren. Falls aber der Anbieter Kenntnis von einer wesentlichen Veränderung der vom Kunden erteilten Angaben erhält, hat er die Vorlage zusätzlicher Informationen zu verlangen⁶⁹³. Ändert sich beispielsweise die Anlagestrategie des Kunden ist laut *Brandl/Saria*⁶⁹⁴ das Verhalten mit den vorliegenden Informationen zu vergleichen und gegebenenfalls eine neue Aufklärung und eine Aktualisierung der Kundenangaben vorzunehmen.

⁶⁸⁸ „Die Presse“ vom 28.6.2010.

⁶⁸⁹ *Kalss*, Wie oft ist ein Wertpapierkunde nach seinen finanziellen Verhältnissen und Anlageinteressen zu fragen?, *ecolex* 2004, 572 (573).

⁶⁹⁰ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 309.

⁶⁹¹ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 130.

⁶⁹² *Schutte*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes unter Berücksichtigung weiterer Regelungen im Finanzdienstleistungssektor (2002), 101.

⁶⁹³ Punkte 62 u 67 CESR-Wohlverhaltensregeln.

⁶⁹⁴ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 31 f.

Die Anlageziele sind bei jedem neuen Geschäft erneut zu hinterfragen, denn es ist nicht automatisch so, dass der Kunde mit jeder Transaktion das Selbe bezweckt. Das kann nur beim Dauerschuldverhältnis der Portfolioverwaltung gelten. Hier wird bei Vertragsabschluss eine verbindliche Anlagestrategie vereinbart. Will der Kunde diese aufgrund veränderter Anlageziele ändern, muss er dies dem Anbieter mitteilen. Ist dem Verwalter allerdings erkennbar, dass die Strategie nicht den Zielen des Kunden entspricht, ist diese im Konsens mit dem Anleger entsprechend zu modifizieren⁶⁹⁵.

Probleme stellen in diesem Zusammenhang auch Änderungen im Bereich der finanziellen Verhältnisse dar. Hier wird auf das konkrete Geschäft abgestellt. So ist der Informationsbedarf dann höher, wenn der Kunde eine Transaktion in erheblich höherem Gegenwert abschließen will als sonst⁶⁹⁶. Da es sich auch um Veränderungen zum Negativen - etwa Verlust des Arbeitsplatzes oä - handeln kann, die der Kunde nicht von sich aus kommunizieren wird, sollte eine Befragung in kürzeren zeitlichen Abständen stattfinden. Jedenfalls dann, wenn dem Rechtsträger Informationen vorliegen, die ihm Grund zur Annahme geben, dass die vorliegenden Angaben nicht zutreffend oder unvollständig geworden sind⁶⁹⁷. Erfährt ein Rechtsträger - aus welcher Erkenntnisquelle auch immer - , dass sich die Vermögensverhältnisse des Kunden geändert haben oder ändern werden, muss eine neuerliche Erkundigung vorgenommen werden⁶⁹⁸.

Brandl/Saria sehen eine Lösung der Aktualitätsproblematik des Anlegerprofils in einer Befragung des Kunden, ob sich „seit dem letzten Gespräch ... etwas geändert“⁶⁹⁹ hat. Im Falle der Bejahung dieser Frage ist eine Aktualisierung vorzunehmen. Praktikabel ist dieser Ansatz wohl nur bei Kunden, die nicht in

⁶⁹⁵ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 560.

⁶⁹⁶ *Kalss*, Wie oft ist ein Wertpapierkunde nach seinen finanziellen Verhältnissen und Anlageinteressen zu fragen?, *ecolex* 2004, 572 (574).

⁶⁹⁷ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 559.

⁶⁹⁸ *Kalss*, Wie oft ist ein Wertpapierkunde nach seinen finanziellen Verhältnissen und Anlageinteressen zu fragen?, *ecolex* 2004, 572 (574).

⁶⁹⁹ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 34.

ständigem Geschäftskontakt mit dem Finanzintermediär stehen. Sonst könnte eine häufige Nachfrage wohl zu Irritationen führen. Tätigt ein Anleger allerdings nur in größeren zeitlichen Abständen Wertpapiergeschäfte und ist er dem Berater nicht persönlich bekannt, ist der angeregten Vorgangsweise durchaus einiges abzugewinnen.

Kooperieren mehrere Rechtsträger im Rahmen eines Geschäftsfalles, ist, sofern ein einheitlicher Geschäftsfall vorliegt, nur der erste Erbringer verpflichtet, die Angaben des Kunden einzuholen⁷⁰⁰. Betreffend der Pflichtenverteilung im Falle der Beteiligung mehrerer Anbieter in einer Geschäftsbeziehung hat das deutsche Höchstgericht folgenden Grundsatz aufgestellt: Stehen mehrere Wertpapierdienstleister gestaffelt in Beziehung zum Kunden, ist nur das kundennähere Unternehmen verpflichtet, die Angaben einzuholen⁷⁰¹. Erhält ein Rechtsträger von einem anderen Anbieter den Auftrag Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen im Namen eines Kunden zu erbringen, so darf er sich gem § 27 WAG auf die Kundeninformationen stützen, die vom anderen Rechtsträger weitergeleitet wurden.

Wird ein Anleger vertreten, kommt es nicht auf seine Kenntnisse und Erfahrungen an, sondern lediglich auf die des Bevollmächtigten⁷⁰². Der OGH stellte in diesem Zusammenhang fest, „dass zwar grundsätzlich beim Umfang einer Aufklärungspflicht auf den Vertreter abzustellen ist, was aber dann nicht gilt, wenn ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welches die Dienstleistung der Annahme und Übermittlung von Aufträgen für Rechnung von Anlegern anbietet, unter Offenlegung der Identität ihres Kunden Orders übermittelt“⁷⁰³. Hinsichtlich der Anlageziele und Vermögensverhältnisse kommt es hingegen auf den Vertretenen an. Dieser hat die Möglichkeit, den Vertreter damit zu bevollmächtigen, die notwendigen Angaben gegenüber dem Rechtsträger zu

⁷⁰⁰ Winternitz/Aigner, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 41.

⁷⁰¹ BGH 8.5.2001, XI ZR 192/00.

⁷⁰² BGH 27.2.1996, XI ZR 133/95.

⁷⁰³ OGH 22.2.2005, 1 Ob 231/04h.

machen⁷⁰⁴. Wird ein Bote tätig, kommt es allein auf den Kunden an, da der Bote keine Willenserklärung formuliert.

Besondere Probleme bei der Einholung von Kundenangaben bereiten Gemeinschaftsdepots etwa von Ehegatten. Die unterschiedlichen Depotinhaber werden wohl kaum die selben finanziellen Verhältnisse und Anlageziele haben bzw über die selben Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Betreffend das Anlageziel müssen sich die Mitinhaber nach erfolgter Aufklärung auf ein gemeinsames Ziel einigen und auch die damit verbundenen Risiken zur Kenntnis nehmen. Ungeachtet dessen werden aber Transaktionen nur im Rahmen der Kenntnisse der einzelnen Depotinhaber zugelassen. Hier muss der Finanzintermediär eine entsprechende Segmentierung vornehmen⁷⁰⁵. Erkundigungen sind für jeden Depotinhaber gesondert einzuholen⁷⁰⁶. Auch ein für ein Depot Zeichnungsberechtigter hat über die Kenntnisse und Erfahrungen zu verfügen, die zum Kundenprofil des Depotinhabers passen.

Generell empfiehlt es sich in der Praxis das Ergebnis der Befragung über die Professionalität des Kunden von diesem schriftlich bestätigen zu lassen und die erfolgten Belehrungen zu dokumentieren auch wenn keine Pflicht dazu besteht⁷⁰⁷.

7.3.2 Eignungstest

Nach § 44 WAG sind Rechtsträger, die Anlageberatung oder Portfolioverwaltung anbieten, verpflichtet, von ihren Kunden zusätzlich zu den allgemeinen Angaben Informationen über ihre Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug auf den speziellen Typ der Produkte oder Dienstleistungen, ihre finanziellen Verhältnisse und ihre

⁷⁰⁴ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 575.

⁷⁰⁵ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005), 172.

⁷⁰⁶ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 129.

⁷⁰⁷ Zur Dokumentation der Erfüllung von Beratungs- und Aufklärungspflichten vgl die Ausführungen unter 7.5, Seite 199 ff sowie BGH 24.1.2006, XI ZR 320/04.

Anlageziele einzuholen, damit sie die für den Kunden geeigneten Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente empfehlen können. Diese Pflicht zur anleger- und objektgerechten Beratung ist weder aufsichts- noch zivilrechtlich neu. Neu sind aber die detaillierten aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Durchführung des Eignungstests⁷⁰⁸.

Per Definition ist unter Anlageberatung die Abgabe einer persönlichen Empfehlung über Geschäfte mit Finanzinstrumenten an einen Kunden, sei es auf dessen Aufforderung oder auf Initiative des Dienstleistungserbringers, zu verstehen. Persönlich ist eine Empfehlung, wenn sie nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit abgegeben wird. Als Anlageberatung gelten nur jene Empfehlungen, die konkret den Kauf, Verkauf, das Halten oder die Zeichnung eines Wertpapiers zum Inhalt haben bzw welche die Ausübung von mit dem Wertpapier verbundenen Rechten empfehlen⁷⁰⁹.

Portfolioverwaltung hingegen ist die Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen einer Vollmacht des Kunden, sofern das Kundenportfolio ein oder mehrere Finanzinstrumente enthält. In der Regel werden zwischen Anleger und Verwalter Anlagerichtlinien vereinbart. Eine Pflicht, solche Richtlinien aufzustellen besteht nicht, doch haben sich bestimmte Grundsätze der ordnungsgemäßen Vermögensverwaltung entwickelt. Etwa das Gebot der Risikominimierung durch Diversifikation, das Verbot der Spekulation und die Pflicht zur produktiven Vermögensverwaltung⁷¹⁰. Es sollten beispielsweise auch gesonderte Angaben darüber gemacht werden, ob in Derivate oder nicht an einem geregelten Markt zugelassene Papiere investiert werden darf oder ob Kreditaufnahme erlaubt ist⁷¹¹.

⁷⁰⁸ Teuber, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (431).

⁷⁰⁹ Marenzi/Sindelar, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 12.

⁷¹⁰ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 566.

⁷¹¹ Buchinger/Zivny, Informationspflichten, Ausführung und Reporting bei der Vermögens-/Portfolioverwaltung, ecolex 2008, 13 (15).

Anhand der eingeholten Informationen hat der Rechtsträger nun festzustellen, ob das Geschäft, das im Rahmen der Anlageberatung empfohlen oder im Rahmen einer Portfolioverwaltung getätigt werden soll, für den Kunden geeignet ist. Das ist der Fall, wenn es seinen Anlagezielen entspricht, das eingegangene Anlagerisiko seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar ist und er die damit einhergehenden Risiken aufgrund seiner Kenntnisse und Erfahrungen versteht⁷¹². Bei der Beurteilung der Geeignetheit kommt es *Graf* folgend darauf an, dass „der Rechtsträger unter Berücksichtigung der Art und des Umfangs der Dienstleistung nach vernünftigem Ermessen davon ausgehen kann, dass das ... Geschäft diesen drei Kriterien entspricht“⁷¹³. Es kommt dabei auf die Einschätzung des Rechtsträgers nicht die des Kunden an, schließlich trägt er auch die Verantwortung für die Eignung. Ungeeignet können nicht nur bestimmte Finanzprodukte sein, sondern auch die Transaktionsart, die Auftragsmerkmale oder die Frequenz von Transaktionen. Es ist ebenso möglich, dass einzelne Geschäfte geeignet sind, aber die Aneinanderreihung mehrerer gleichartiger Geschäfte ungeeignet ist⁷¹⁴.

Bei der Anlageberatung wird das einzelne empfohlene Geschäft Gegenstand des Eignungstests. Bei der Portfolioverwaltung kommt es nach *Graf*⁷¹⁵ darauf an, ob Anlagerichtlinien vereinbart wurden oder nicht. Gibt es keine, so ist das einzelne Geschäft auf seine Eignung zu überprüfen. Ist eine Anlagestrategie vereinbart worden, so kommt es für die Geeignetheit darauf an, ob das einzelne Geschäft der Strategie entspricht. Als erster Schritt sollte in diesen Fällen aber geprüft werden, ob die gewählte Strategie für den Kunden geeignet ist.

Wird die Anlageberatung oder Portfolioverwaltung für einen professionellen Kunden erbracht, darf der Rechtsträger davon ausgehen, dass dieser über die notwendigen Erfahrungen und Kenntnisse in Bezug auf die Produkte, Geschäfte

⁷¹² Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 134 f.

⁷¹³ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 572.

⁷¹⁴ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 36.

⁷¹⁵ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 567.

und Dienstleistungen, für die er als professioneller Kunde eingestuft ist, verfügt und die damit einhergehenden Risiken versteht. Bei einer Anlageberatung für geborene professionelle Kunden ist der Rechtsträger berechtigt, davon auszugehen, dass die Anlagerisiken für den Kunden, seinen Anlagezielen entsprechend, finanziell tragbar sind.

Entgegen der bisherigen Rechtslage ist nunmehr bei fehlender oder unzureichender Information seitens des Kunden die Empfehlung durch den Anbieter ausdrücklich verboten⁷¹⁶. Eine „eingeschränkte Beratung“ beim Fehlen der Angaben zu den finanziellen Verhältnissen ist nicht mehr möglich⁷¹⁷. Da die Beratungsprotokolle die wichtigsten Beweismittel in einem Gerichtsverfahren sind, sollte auch ein negatives Beratungsergebnis festgehalten und vom Kunden unterschrieben werden⁷¹⁸. Das bloße Ausführen von Aufträgen ist vom Empfehlungsverbot hingegen nicht erfasst. Besteht der Kunde auf der Ausführung einzelner Geschäfte, ist ein Angemessenheitstest durchzuführen⁷¹⁹. Die dort vorgesehene Warnpflicht ist zu beachten⁷²⁰. Das Verbot betrifft auch die Portfolioverwaltung. Wenn bei Weigerung des Kunden, die notwendigen Informationen zu erteilen, schon eine Empfehlung untersagt ist, dann muss dies umso mehr für die weitergehende Handlung der Vermögensverwaltung gelten⁷²¹.

7.3.2.1 Kenntnisse und Erfahrungen

Entgegen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, die ausschließlich von Erfahrungen spricht, sind nach dem WAG sowohl Kenntnisse als auch Erfahrungen des Kunden zu erfragen. In diesem Zusammenhang ist *Winternitz*

⁷¹⁶ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 136.

⁷¹⁷ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 29.

⁷¹⁸ WKO Newsletter WAG 2007: Eignungstest vom 30.6.2008, 7 f.

⁷¹⁹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 313.

⁷²⁰ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 137.

⁷²¹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 573.

vollinhaltlich zuzustimmen, wenn er meint, dass Erfahrungen des Kunden allein ohne dementsprechende Kenntnisse für die gegenständlichen Geschäfte möglicherweise nicht zweckdienlich sind und „rein theoretische Kenntnisse ohne Erfahrungen ebenfalls nicht ausreichen, den Kunden in die Lage zu versetzen, eigenständige Entscheidungen zu treffen“⁷²², womit die Forderungen des Gesetzes durchaus sinnvoll und zielführend sind. Wobei allerdings eingeräumt werden muss, dass die Kenntnisse kaum überprüft werden können, da das Kundengespräch nicht als Prüfung abgehalten werden kann. Die Erfahrungen lassen sich insofern leicht festhalten, als dass der Anleger einfach angibt, welche Geschäfte er bisher getätigt hat⁷²³. Auch die präzise Festlegung des Gesetzes, welche Informationen einzuholen sind, zielt auf die Erfahrungen und nur indirekt auf die Kenntnisse ab⁷²⁴.

Nach den Punkten 51 ff der CESR Wohlverhaltensregeln haben die Erbringer von Wertpapierdienstleistungen ihren Kunden Risikohinweise zu übermitteln, die auf die mit Finanzinstrumenten und –transaktionen verbundenen Risiken hinweisen, wobei die entsprechenden Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden zu berücksichtigen sind. Eine Einholung dieser Informationen ist also für die anlegergerechte Beratung geradezu als Voraussetzung zu sehen, wobei die zu erforschenden Kenntnisse und Erfahrungen sich auf solche Instrumente beziehen, die hinsichtlich ihrer Risikostruktur mit jenen vergleichbar sind, die erworben werden sollen⁷²⁵. Nach WAG 2007 sind jedenfalls allgemeine Kenntnisse und Erfahrungen zu hinterfragen und zusätzlich solche betreffend spezieller Produkte und Dienstleistungen.

CESR nennt in Punkt 65 der Wohlverhaltensregeln betreffend die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden Angaben über ihm vertraute Arten von Dienstleistungen, Transaktionen und Produkten, sowie betreffend seine

⁷²² Winternitz, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 123.

⁷²³ Winternitz/Aigner, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 39.

⁷²⁴ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 571.

⁷²⁵ Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 125.

Handelshistorie, also Art, Volumen, Häufigkeit und Zeitrahmen seiner bisherigen Handelstätigkeit. Das entspricht den allgemeinen Angaben nach § 43 WAG, es finden sich dort allerdings keinerlei Angaben darüber, in welchem Zeitraum und wie häufig der Kunde die Geschäfte durchgeführt haben muss, um die entsprechenden Kenntnisse und Erfahrungen zu haben. *Gruber*⁷²⁶ stellt auf die Voraussetzungen der Einstufung als professioneller Kunde ab und definiert als Obergrenze zehn Geschäfte pro Quartal.

Der WAG-Leitfaden unterscheidet in Pkt 4.1.1. exemplarisch drei Anlegergruppen (geringe, einige oder viel Erfahrung/Kenntnisse) und setzt sie mit dem Risiko der Anlageform in Relation. Hier ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit auch ein Hinweis auf den „alten“ WKO Leitfaden zum WAG 1996 angebracht, der eine Darstellung bietet, die besser auf den tatsächlichen und angemessenen Beratungsbedarf - um die Kenntnisse zu erlangen, die notwendig sind, um die Risiken zu verstehen - eingeht. Demnach besteht, abgeleitet aus der sich ergebenden und oben bereits erwähnten Matrix, Nachforschungs- und Beratungsbedarf bei Anlegern ohne Kenntnisse/Erfahrungen unabhängig vom Risikograd der Anlageform, bei Anlegern mit einiger Erfahrung oder einigen Kenntnissen, sofern sie in Anlageformen mit erhöhtem oder sehr hohem Verlustrisiko investieren wollen. Beratungsbedarf ergibt sich jedenfalls dann, wenn der Wissensstand des Kunden betreffend der in Aussicht genommenen Anlageform nicht ausreicht, um die Anlageentscheidung zu treffen.

Der Kenntnis- oder Erfahrungsstand des Kunden ergibt sich aus seinem ausgeübten Beruf, seinem Ausbildungsstand, der bisherigen Geschäftsbeziehung zum Anbieter und aus seinen Angaben⁷²⁷. Zudem ist es empfehlenswert, die bisher vom Kunden getätigten Geschäfte zu kontrollieren, um daraus Schlüsse über seine Aufklärungsbedürftigkeit zu ziehen⁷²⁸. Es ist auch darauf zu achten, wie die in der Vergangenheit getätigten Geschäfte für den

⁷²⁶ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 135.

⁷²⁷ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 127.

⁷²⁸ *Vortmann*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken (1999), 159.

Kunden ausgegangen sind. So kann ein Anleger, der bereits hochspekulativ tätig war eventuell kein Verständnis für die eingegangenen Risiken haben, weil er noch keinen Verlust realisiert hat⁷²⁹.

Die vom Anleger verwendeten Begriffe und Fachausdrücke sind allerdings umgangssprachlich und nicht nach dem „Sprachgebrauch von Fachkreisen“⁷³⁰ zu verstehen. In diesem Zusammenhang sei auch noch einmal auf die strengen Maßstäbe der Judikatur verwiesen, die in der „Put-Optionsscheine“-Entscheidung vom OGH bezüglich der Verwendung von Fachausdrücken durch Anleger aufgestellt wurden⁷³¹.

Wie *Oppitz* und zumindest auch teilweise der OGH festhalten⁷³², ist der Professionalitätsgrad des Kunden für das Ausmaß und die Intensität der Aufklärung entscheidend. Je größer der Informationsbedarf des Kunden, desto intensiver die Verhaltenspflichten des Anbieters. Auch wenn ein Anleger in Hinblick auf ein bestimmtes Geschäft als erfahren eingestuft werden kann, bedeutet das nicht, dass er gänzlich auf Schutz verzichten muss. Aktuelle entscheidungsrelevante Umstände sind jedenfalls auch dem erfahrenen Kunden mitzuteilen⁷³³.

*Brandl/Saria*⁷³⁴ halten folgende Grundsätze fest: Verfügt der Anleger weder über Kenntnisse noch Erfahrungen ist er jedenfalls umfassend zu beraten. Liegen einige Kenntnisse vor oder ist der Kunde in manchen Geschäften erfahren, sind bei für ihn neuen risikoreicheren Anlageformen die diesbezüglichen Kenntnisse zu vervollständigen.

⁷²⁹ WKO Newsletter WAG 2007: Eignungstest vom 30.6.2008, 6.

⁷³⁰ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

⁷³¹ Vgl dazu die Ausführungen unter 3.2.1, Seite 40.

⁷³² *Oppitz*, OGH 20.1.2005, 2 Ob 236/04a, *ÖBA* 2005, 635 (642).

⁷³³ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 64.

⁷³⁴ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 38.

Bei bestehenden Kunden, die schon in der Vergangenheit Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten getätigt haben, darf der Rechtsträger unterstellen, dass sie über die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die damit verbundenen Risiken zu erfassen⁷³⁵.

Hat sich der Kunde bereits ausreichend informiert und tritt er mit einem ausdrücklichen Anlagewunsch an den Rechtsträger heran, bedarf es keiner Erforschung seines Wissensstandes⁷³⁶.

Weder in MiFID noch im WAG finden sich Regelungen darüber, was zu tun ist, wenn der Kunde nicht die notwendigen Erfahrungen und Kenntnisse hat, um das Risiko der gewünschten Dienstleistung einzuschätzen. Hier ist ganz klar *Gruber*⁷³⁷ zu folgen, der meint, dass der Rechtsträger durch hinreichende Kenntnisvermittlung, also umfassende und redliche Produktinformation die fehlende Erfahrung ausgleichen kann und danach die Anlageberatung durchführen darf. Auch *Teuber*⁷³⁸ führt aus, dass die fehlende Erfahrung durch hinreichende Kenntnisvermittlung geheilt werden kann. Alles andere wäre auch nicht im Geringsten argumentierbar. Es gäbe dann wohl ein unlösbares „Henne-Ei-Problem“. Ohne Erfahrung keine Dienstleistung, ohne Dienstleistung keine Erfahrung. Einem Anleger stünde nur das Execution-Only-Geschäft ohne jeden Anlegerschutz offen, was wohl nicht der Intention des Gesetzgebers entspricht.

Wird also bei Vorliegen von Wissensdefiziten im Beratungsgespräch erkennbar, dass der Kunde auch bei erfolgter Aufklärung die Risiken des angepeilten Geschäfts nicht klar erkennt, darf der Rechtsträger keine Anlageberatung oder Portfolioverwaltung durchführen. Handelt es sich um Vermittlung eines Geschäfts, dann hat er den Kunden zu warnen.

⁷³⁵ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (434).

⁷³⁶ *Steiner*, Anlageberaterhaftung (2010), 20.

⁷³⁷ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 136.

⁷³⁸ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (433).

7.3.2.2 Finanzielle Verhältnisse

Die Informationen über die finanziellen Verhältnisse umfassen unter dem Vorbehalt der Relevanz Angaben über Höhe und Herkunft des regelmäßigen Einkommens, Vermögenswerte einschließlich der liquiden Vermögenswerte, Anlagen und Immobilienbesitz sowie regelmäßige Verpflichtungen.

Es sollte aber nicht nur auf die laufenden Verbindlichkeiten geachtet werden, sondern auch sonstige Verbindlichkeiten ermittelt werden, da sie zu einer Reduktion der Vermögenswerte führen⁷³⁹. Nach dem WAG-Leitfaden sollten Informationen über die Liquiditätsbedürfnisse, das frei verfügbare Einkommen und das liquide Nettovermögen des Kunden sowie über eventuelle Verbindlichkeiten eingeholt werden. *Tutsch*⁷⁴⁰ stellt richtigerweise auch darauf ab, welche Bedürfnisse des Anlegers bereits gedeckt sind.

*Winternitz/Aigner*⁷⁴¹ nehmen auch die Struktur des Kundenportfolios in den Bereich der finanziellen Verhältnisse auf. Befinden sich etwa ausschließlich Werte einer Branche oder eines Landes im Depot, sollte von einem weiteren Engagement in Werte dieser Branche/dieses Landes abgeraten werden, da sonst ein erhöhtes Klumpenrisiko vorläge. Diese Pflicht trifft den Anbieter natürlich nur, wenn er vom Anleger über die betreffenden Umstände in Kenntnis gesetzt wurde und kann nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nur bei Vorliegen eines Vermögensberatungs- oder Vermögensverwaltungsvertrages bestehen, da in diesen Fällen die Depotwerte jedenfalls bekannt sind. Der WAG-Leitfaden sieht eine solche Verpflichtung im Beratungsgespräch vor. Im Allgemeinen obliegt es nämlich nicht der Bank, für ein diversifiziertes Portefeuille des Kunden zu sorgen.

Auch betreffend die finanziellen Verhältnisse sei auf die Ausführungen des WAG-Leitfadens 1996 verwiesen, der eine Einteilung der Kunden vornimmt, um in gewohnter Weise eine Matrix zu erstellen. Daraus folgend besteht

⁷³⁹ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 568.

⁷⁴⁰ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (84).

⁷⁴¹ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 40.

Nachforschungs- und Beratungsbedarf in der Anlegergruppe mit geringem Einkommen oder Vermögen hinsichtlich der Anlageprodukte mit erhöhtem oder sehr hohem Verlustrisiko sowie in der Gruppe mit erhöhtem Einkommen oder Vermögen hinsichtlich der Anlageprodukte mit hohem Verlustrisiko⁷⁴².

Jedenfalls ist zu prüfen, ob der Kunde in der Lage ist, etwaige Verluste aus der gewählten Anlageform durch sein Vermögen zu kompensieren⁷⁴³. Kann ein eventueller Verlust sogar aus dem laufenden und frei verfügbaren Einkommen abgedeckt werden, muss nicht einmal nach den sonstigen Vermögenswerten gefragt werden⁷⁴⁴. Der eingesetzte Betrag ist jedenfalls zum Gesamtvermögen des Anlegers in Verhältnis zu setzen⁷⁴⁵. Zur Beurteilung der finanziellen Tragbarkeit der Anlagerisiken darf aber nicht nur schematisch von Einkommen und Vermögen des Kunden ausgegangen werden, sondern es muss immer eine Beziehung zu den Anlagezielen hergestellt werden⁷⁴⁶.

Handelt es sich etwa bei der sehr spekulativ zu veranlagenden Summe nur um einen Bruchteil des gesamten liquiden Vermögens des Anlegers, wird das Geschäft nach erfolgter Belehrung sicher durchzuführen sein. Geht es bei einer höchst risikoreichen Transaktion aber um das gesamte Vermögen des Anlegers, so ist eine Anlageberatung oder Portfolioverwaltung mangels Eignung für den Kunden vom Rechtsträger abzulehnen.

*Teuber*⁷⁴⁷ ist der Meinung, dass die finanziellen Verhältnisse, wenn die Empfehlung den Anlagezielen und damit der Risikoneigung des Kunden gerecht wird, nur noch bei ausgewählten Geschäften, wie kreditfinanzierter Kauf und

⁷⁴² Pkt 3.5. des WAG-Leitfadens 1996.

⁷⁴³ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 127.

⁷⁴⁴ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 568.

⁷⁴⁵ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 36.

⁷⁴⁶ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 570.

⁷⁴⁷ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (432).

nachschusspflichtige Finanztermingeschäfte, eine Rolle spielen soll. Es ist ihm zwar zuzustimmen, wenn er meint, dass die Rechtsträger nicht in eine paternalistische Rolle gedrängt werden sollen, allerdings liegt eine Betrachtung der finanziellen Verhältnisse des Kunden, wie der Autor dieser Arbeit meint, durchaus noch im zumutbaren Rahmen der Sorgfaltspflicht.

In der Praxis sind gerade die Fragen zu den finanziellen Verhältnissen des Kunden aber ein sehr heikler Punkt, bei dem des öfteren die Angaben verweigert werden. Auch hier gilt, dass der Anleger nicht verpflichtet ist, Auskunft zu geben. Anlageberatung und Portfolioverwaltung sind dann allerdings nicht möglich. Ein sonstiges Geschäft nach erfolgter Warnung durch den Dienstleister allerdings schon.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, was ein Rechtsträger, der beim Eignungstest feststellt, dass das vom Kunden ins Auge gefasste Geschäft von diesem finanziell nicht tragbar ist, zu tun hat, nachdem er die Anlageberatung abgelehnt hat, der potentielle Anleger aber auf der Ausführung des Geschäfts besteht? Es geht dann nur mehr um eine sonstige Wertpapierdienstleistung und beim dabei durchzuführenden Angemessenheitstest⁷⁴⁸ ist nur auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden abzustellen. Ist in dieser Extremsituation eventuell sogar die Durchführung des Auftrages abzulehnen, da im schlimmsten Fall die Existenz des Anlegers gefährdet werden könnte? Grundsätzlich ist *Vortmann*⁷⁴⁹ beizupflichten, wenn er meint, dass letztendlich der Kunde die Anlageentscheidung trifft und nicht der Dienstleister. Eine generelle Pflicht zur Ablehnung des Geschäfts besteht in der Tat nicht⁷⁵⁰. Auch nicht nach neuer Rechtslage. In diesem Ausnahmefall der zusätzlichen Kenntnis der besonderen Umstände - und nur in diesem Fall - sollte der Rechtsträger aber vom Geschäft Abstand nehmen. Zumindest sollte er den Kunden ausdrücklich auf das Risiko hinweisen und diese Warnung auch festhalten und sich bestätigen lassen.

⁷⁴⁸ Vgl dazu die Ausführungen unter 7.3.3, Seite 189 f.

⁷⁴⁹ *Vortmann*, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994, 579 (583).

⁷⁵⁰ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 50.

Erfolgt die Dienstleistung für einen geborenen professionellen Kunden, darf der Rechtsträger davon ausgehen, dass die damit verbundenen Anlagerisiken für den Kunden, seinen Anlagezielen entsprechend, finanziell tragbar sind.

7.3.2.3 Anlageziele

Die Rechtsträger haben unter dem Vorbehalt der Relevanz Informationen über die beabsichtigte Haltedauer, die Risikopräferenz und das Risikoprofil des Kunden sowie den Zweck der Anlage einzuholen. Die Risikopräferenz zielt auf das konkret geplante Geschäft ab, während das Risikoprofil die allgemeine aus der Persönlichkeit des Kunden resultierende Einstellung zum Risiko darstellt⁷⁵¹. Die Erforschung der Anlageziele erfasst also einerseits die subjektive Einstellung des Kunden zu den mit der Anlageform verbundenen Risiken und andererseits die mit der Investition verfolgten Zwecke⁷⁵².

Der WAG-Leitfaden unterscheidet in Punkt 4.1.2. hinsichtlich der Risikobereitschaft exemplarisch die Kategorien „risikoscheu“, „risikobereit“ und „spekulativ“. Diese Begriffe sind aber weder gesetzlich noch aufsichtsbehördlich definiert, sondern eher marketingorientiert⁷⁵³ und diese bloß schematische Erfassung entspricht wohl auch nicht den Vorgaben des Gesetzes⁷⁵⁴. In der Praxis haben dementsprechend viele Dienstleister zur besseren und genaueren Klassifizierung zusätzliche Kategorien eingelegt.

Besonders problematisch sind nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit kategorische Einordnungen bestimmter Anlageinstrumente in einzelne Risikoklassen. So kann etwa eine Anleihenveranlagung je nach der Bonität des

⁷⁵¹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 568.

⁷⁵² Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 127.

⁷⁵³ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 135.

⁷⁵⁴ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 569.

Schuldners, nach der Intensität des Zinsänderungsrisikos⁷⁵⁵ und nach einem gegebenenfalls vorhandenen Währungsrisikos von konservativ bis hochspekulativ eingestuft werden. Es muss daher unbedingt einzelfallbezogen jedes Investment für sich einer Risikoprüfung unterzogen werden und erst anhand dieser Ergebnisse kann eine Zuordnung zu einer Risikoklasse vorgenommen werden. Das wird auch vom WAG-Leitfaden ausdrücklich statuiert. Die FMA hält diesbezüglich ebenso fest, dass betreffend das Risiko Aktie nicht gleich Aktie ist⁷⁵⁶.

Ein wesentliches Indiz für die Risikobereitschaft des Kunden ist zweifellos sein bisheriges Anlageverhalten⁷⁵⁷. Wurden in der Vergangenheit nur sichere Anlageformen gewählt, darf ein Berater nicht hochspekulative Papiere empfehlen. Wünscht sie der Kunde von sich aus, ist er jedenfalls auf die damit verbundenen Risiken hinzuweisen und dementsprechend aufzuklären.

Wie bereits *Tutsch*⁷⁵⁸ ausführt, genügt eine reine Kategorisierung der Anlage in Risikoklassen nicht, um das Ziel des Anlegers genau zu determinieren. Es ist eine Fülle an Informationen notwendig, um feststellen zu können, ob das in Aussicht genommene Investment der Risikobereitschaft des Kunden entspricht. Denkbar wären Fragen, ob es sich um Eigen- oder Fremdvorsorge handelt, ob es sich um Vermögensaufbau handeln soll, ob der Anleger in (naher oder ferner?) Zukunft weitere Anschaffungen plant, ob er ein Zusatzeinkommen möchte, ob es sich um kurz- oder langfristige Anlagen handelt uvm.

⁷⁵⁵ Anleihen sind gleich Aktien teils heftigen Kursschwankungen unterworfen. Die Kurse ergeben sich aus den jeweils für die Laufzeit geltenden Marktzinsniveaus. Steigen die Zinsen, fallen die Kurse und umgekehrt. Ein sogenannter unterjähriger Kauf bzw Verkauf (also nicht zum Emissions- bzw Tilgungszeitpunkt) kann daher das Realisieren von Kursverlusten zur Folge haben. Je länger die Restlaufzeit, desto höher ist idR das Zinsänderungsrisiko.

⁷⁵⁶ FMA, Hinweise für Anleger, 3.

⁷⁵⁷ *Arendts*, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994, 251 (253).

⁷⁵⁸ *Tutsch*, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, *ecolex* 1995, 84 (85).

Angaben zur Haltedauer sind wesentlich, da viele konkrete Anlagezwecke eine zeitliche Komponente aufweisen⁷⁵⁹. Es macht einen großen Unterschied, ob jemand eine Veranlagung tätigt, um danach eine Anschaffung zu machen oder ob es um eine Veranlagung zur Altersvorsorge geht.

Hinsichtlich der Anlagezwecke ergeben sich in der Praxis neben den aus den verschiedenen Veranlagungsvorschriften⁷⁶⁰ ableitbaren Zielen auch weitere Unterziele, wie beispielsweise Laufzeit, Renditezufluss, Lebensalter und steuerliche Zielsetzungen⁷⁶¹. Eine Aufzählung potenzieller Ziele findet sich in Anlage 3 zum WAG-Leitfaden 1996 sowie in Anlage 4 zum WAG-Leitfaden 2007. Die diesbezüglichen Fragen reichen bei Privatanlegern von den Familienverhältnissen über die Zukunftspläne bis zu den voraussichtlichen Erben und für betriebliche Anleger von den geplanten Investitionen bis zum gewünschten cash-flow.

Die Frage des Anlageziels und die Risikobereitschaft lassen sich allerdings nicht immer streng auseinanderhalten. *Winternitz* führt dazu aus, dass „sowohl ein risikofreudiger Kunde mit hochspekulativen Papieren eine Altersversorgung aufbauen, als auch ein risikoscheuer Anleger einen Vermögenszuwachs anstreben“⁷⁶² kann. Dementsprechend ist der Berater angehalten, jedenfalls neben den Zielen des Investors auch gesondert seine Risikobereitschaft zu erheben⁷⁶³. Wünscht der Kunde eine sichere Anlage, dürfen jedenfalls keine Offshore Hedge Fonds empfohlen werden, da solche Investments als spekulativ einzustufen sind⁷⁶⁴.

⁷⁵⁹ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (432).

⁷⁶⁰ Etwa des VAG, PKG und des InvFG.

⁷⁶¹ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 127.

⁷⁶² *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 123.

⁷⁶³ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 40.

⁷⁶⁴ OGH 26.2.2003, 9 Ob 230/02t.

Ebenso ist es verfehlt, einem Anlagezweck a priori eine Gruppe von Anlageobjekten, die auf Grund der Risikoklasse als dafür geeignet angesehen werden, zuzuordnen. Dies würde zu einer Entmündigung risikobereiter Kunden führen. Die subjektive Risikobereitschaft bleibt ein wesentlicher Faktor⁷⁶⁵.

Die einzelnen Elemente des Anlageziels können oft in Widerspruch zueinander stehen. In diesen Fällen muss der Rechtsträger den Kunden auf diese aufmerksam machen und versuchen, sie aufzuklären. Für den Anbieter hat die aktuell geäußerte Risikopräferenz im Zweifel Vorrang vor dem bisherigen Risikoprofil⁷⁶⁶.

In diesem Zusammenhang hat sich der Begriff des „magischen Dreiecks der Vermögensanlage“ etabliert. Demzufolge wird das Anlageziel aus den Komponenten Risiko, Rendite und Liquidität gebildet. Die Schwierigkeit für den Finanzintermediär liegt nun in der Praxis darin, je nach Anlageziel des Kunden, die richtige Mischung dieser Einzelelemente - die sich in der Regel nicht immer vereinbaren und verwirklichen lassen - zu finden.

In Fällen in denen das angegebene Anlageziel und die gewählte, vom Kunden ausdrücklich gewünschte Veranlagung sich nicht miteinander vereinbaren lassen, sei dem Anbieter zu besonderer Vorsicht geraten. Der OGH sieht hier auch bei gewissem Mitverschulden des Anlegers ein schweres Fehlverhalten des Beraters⁷⁶⁷. Anlageberatung oder Portfolioverwaltung sind bei Divergenz zwischen Anlageziel und gewünschter Veranlagung nach WAG 2007 mangels Eignung für den Kunden gänzlich abzulehnen.

⁷⁶⁵ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 312.

⁷⁶⁶ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 570.

⁷⁶⁷ OGH 1.12.2004, 9 Ob 114/04m.

7.3.3 Angemessenheitstest

Bei Dienstleistungen die nicht Anlageberatung, Portfolioverwaltung oder Execution-Only-Geschäfte (nach neuer Rechtslage) sind, hat der Rechtsträger festzustellen, ob die Dienstleistung für den Kunden angemessen ist. Das ist dann der Fall, wenn er aufgrund seiner Kenntnisse und Erfahrungen in der Lage ist, die damit verbundenen Risiken zu verstehen. Es sind also Informationen zu den Kenntnissen und Erfahrungen einzuholen. Angaben zu finanziellen Aspekten und Anlageziel sind nicht gefordert.

Betroffen sind beispielsweise reine Vermittlungsverträge. Neu ist, dass auch bei beratungsfreier Orderausführung eine Pflicht zur Angemessenheitsprüfung besteht⁷⁶⁸.

Der Angemessenheitstest besteht darin, zu prüfen, ob der Kunde in der Lage ist, die mit dem Typ der Anlage oder Dienstleistung verbundenen Risiken zu verstehen. Es geht nicht um Risiken, die mit einem spezifischen Anlageobjekt verbunden sind⁷⁶⁹. Es ist durchaus möglich, dass ein und dieselbe Dienstleistung angemessen ist, obwohl sie nicht geeignet ist⁷⁷⁰. Kommt der Rechtsträger zu dem Ergebnis, dass die Dienstleistung nicht angemessen ist, dann hat er den Kunden darauf hinzuweisen und entsprechend zu warnen. Diese Warnung kann auch in standardisierter Form erfolgen. Dem Kunden muss nicht dargelegt werden, warum seine Erfahrungen und Kenntnisse nicht ausreichend sind. Fragt er nach, ist ihm aber entsprechend Auskunft zu geben⁷⁷¹. Macht der Kunde keine oder nur unzureichende Angaben, ist er dahingehend zu warnen, dass so kein Angemessenheitstest durchgeführt werden kann. Beharrt der Kunde nach erfolgter Warnung darauf, das Geschäft tätigen zu wollen, so darf der

⁷⁶⁸ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 315.

⁷⁶⁹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 579.

⁷⁷⁰ Spindler/Kasten in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 39.

⁷⁷¹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 580.

Rechtsträger den Auftrag ausführen⁷⁷². Eine schriftliche Bestätigung, dass der Kunde gewarnt wurde, wird nicht vom Gesetz gefordert, sollte aber vom Anbieter sicherheitshalber eingeholt werden. Hat ein Kunde vor Inkrafttreten der MiFID Geschäfte einer bestimmten Art getätigt, darf ihm unterstellt werden, dass er über die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt⁷⁷³.

*Graf*⁷⁷⁴ führt aus, dass eine Warnpflicht auch dann gegeben ist, wenn der Rechtsträger über zusätzliche über § 45 WAG hinausgehende Informationen verfügt und das vom Kunden geplante Geschäft beispielsweise seinen Anlagezielen widerspricht oder von ihm nicht finanziell tragbar ist. Liegen solche Informationen tatsächlich vor, handelt ein Wertpapierdienstleister wohl in der Tat nur dann im bestmöglichen Interesse des Kunden, wenn er eine solche Warnung ausspricht.

Tätigt ein Kunde mehrere derartige Geschäfte, muss der Angemessenheitstest nicht bei jedem Geschäft durchgeführt werden⁷⁷⁵. Es genügt die Beurteilung vor der erstmaligen Erbringung der Dienstleistung, sofern sich die Geschäfte auf die selbe Art von Produkt beziehen⁷⁷⁶.

Bei professionellen Kunden darf der Rechtsträger davon ausgehen, dass dieser über die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt. Die Durchführung eines Angemessenheitstests ist nicht notwendig⁷⁷⁷.

⁷⁷² *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (434).

⁷⁷³ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 316.

⁷⁷⁴ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 581.

⁷⁷⁵ *Harrer*, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (107).

⁷⁷⁶ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 579.

⁷⁷⁷ WKÖ Newsletter WAG 2007: Angemessenheitstest vom 4.11.2009, 3.

7.4 Das reine Ausführungsgeschäft (Execution Only neu)

7.4.1 „Discount broking“ vor MiFID

Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und WAG 1996 haben eine detaillierte Auseinandersetzung mit den unterschiedlichen Ausprägungen der Beratung gescheut und sich nicht zur Zulässigkeit von „execution only“-Dienstleistungen geäußert⁷⁷⁸.

Im Zusammenhang mit dem sogenannten „discount broking“, bei dem der Kunde auf die Beratungsleistung verzichtet und dafür zu günstigeren Konditionen, bei verminderten Nachforschungs- und Informationspflichten des Anbieters, Geschäfte - nämlich exakt spezifizierte Einzelorders - durchführen kann, ergeben sich somit besondere Fragen.

Die Rechtsnatur der vor- oder nebenvertraglichen Schutz- und Aufklärungspflichten spricht nicht prinzipiell gegen einen überschaubaren Verzicht auf einen Teil von ihnen im Vorhinein. Der Vorwegverzicht des Kunden unterdrückt die Entstehung jenes Vertrauenstatbestandes, der den gesetzlichen Schutzpflichten dogmatisch zugrunde liegt. Somit entstehen die Schutzpflichten gar nicht erst in vollem Umfang, „weil der Kunde bereits vor Aufnahme der Geschäftsbeziehung aufgrund der Selbstdarstellung des „discount brokers“ klar dessen unterschiedliches Rollenbild erkennen kann“⁷⁷⁹. Dementsprechend muss dem Kunden von Seiten des Anbieters vor der Ordererteilung klar dargelegt werden, dass er keine umfassende Beratung erwarten darf⁷⁸⁰. In diesem Fall kann nicht eingewandt werden, dass der Kunde nicht wisse, worauf er verzichtet. *Knobl* führt aus, dass diese Vorgangsweise nicht nur die Grundsätze der Judikatur zur Anlageberatung weiterdenkt, sondern auch „der von der Dogmatik

⁷⁷⁸ *Oppitz*, Das „Execution-only-Geschäft neu“, ÖBA 2007, 953 (953).

⁷⁷⁹ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (127).

⁷⁸⁰ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (746).

geforderten Abspaltbarkeit von Beratungspflichten vom Effektengeschäft“⁷⁸¹ entspricht.

*Haghofer/Mayer*⁷⁸² sind der Ansicht, dass auch beim „discount broking“ die Beratung des Kunden in vollem Umfang durchzuführen ist. Auch ein Teil der deutschen Lehre hält einen Verzicht auf Aufklärung generell für ausgeschlossen. *Knobl*⁷⁸³ findet dies verfehlt, da es einzig auf die Professionalität des Kunden ankommt. Da das gesamte sekundäre EU Kapitalmarktrecht auf einem differenzierenden Schutz beruht, sollte, wie *Winternitz* ausführt, keinesfalls „ein genereller Schutz von Verbrauchern ... unabhängig von deren individueller Schutzbedürftigkeit geschaffen werden“⁷⁸⁴. Würde man den deutschen Ansatz weiterdenken, so würden Kunden, die ihre Verhältnisse sehr wohl richtig einschätzen können, nie in den Genuss von „discount broking“ mit all seinen Vorteilen kommen. Es darf nicht dazu kommen, „Zwangsberatungskosten“ auf professionelle Anleger zu überwälzen⁷⁸⁵.

Zwar halten auch *Haghofer/Mayer*⁷⁸⁶ fest, dass es hinsichtlich des notwendigen Beratungsaufwands alleine auf die Besonderheit des individuellen Geschäfts ankommt, wollen aber andererseits keine eigenständige Gattung des Wertpapiergeschäfts ohne Beratung zulassen. Dem ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit nicht zu folgen, da der Kunde bei solchen „execution only“-Geschäften selbst disponiert und die brokerage-Plattform nur zur Abwicklung benützt. Konsumentenschutz darf nicht zur Bevormundung des Kunden führen. Warum soll ein mündiger und erfahrener Anleger nicht zwischen

⁷⁸¹ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (746).

⁷⁸² *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (587 ff).

⁷⁸³ *Knobl*, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997, 3 u 125 (126).

⁷⁸⁴ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 89.

⁷⁸⁵ *Knobl*, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA 1997, 783 (784).

⁷⁸⁶ *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (588).

„normalem Wertpapiergeschäft“ und „discount broking“ wählen dürfen? *Honsell*⁷⁸⁷ führt dazu richtig aus, dass „der moderne homo oeconomicus, der sein Aktienportefeuille selbst verwaltet, ... weder Aufklärung noch Beratung“ benötigt. Auch *Winternitz/Aigner*⁷⁸⁸ sehen bei „execution only“-Geschäften einen zulässigen konkludenten Beratungsverzicht.

*Knobl*⁷⁸⁹ folgend muss aber richtigerweise das traditionelle Effektengeschäft klar vom „execution only“-Geschäft getrennt sein, damit der Kunde im vorhinein leicht erfahren kann, welchen Informations- oder Beratungsstandard er wann und von wem erwarten darf.

Eine umfassendere Beratung als bei diesen speziellen Geschäften ist in manchen Fällen auch nicht notwendig, da sie nicht zweckdienlich ist, womit aber durchaus der ISD entsprochen wird⁷⁹⁰. In die gleiche Richtung stößt der WAG-Leitfaden 1996, in dessen Punkt 1. festgehalten wird, dass „Befragung und Beratung nur insoweit erforderlich sind, als dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und nach Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist“. Auch *Zahradnik*⁷⁹¹ sieht in Fällen, in denen der Anleger aufgrund von selbstbeschafften Informationen lediglich einen klaren Auftrag zum Kauf oder Verkauf gibt, keine Verpflichtung des Wertpapierdienstleisters, den Kundenauftrag zu hinterfragen und die persönlichen Verhältnisse des Kunden zu ermitteln, sowie ihn über die mit dem Instrument verbundenen Risiken zu belehren.

⁷⁸⁷ *Honsell*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999, 593 (598).

⁷⁸⁸ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 54.

⁷⁸⁹ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 145 f.

⁷⁹⁰ *Anders Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (588).

⁷⁹¹ *Zahradnik*, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997), 48.

Ganz allgemein lässt sich nämlich festhalten, dass die Pflichten des § 13 Z 3 u Z 4 WAG 1996 aufgrund des in ihnen enthaltenen Differenzierungsvorbehalts⁷⁹² keinen starren Katalog bilden, sondern die im Einzelfall erforderlichen Pflichten darlegen. Dies lässt dem Anleger die Wahlfreiheit, welche Wertpapierdienstleistung er nachfragen will⁷⁹³. Auch für das „discount broking“ wird ein Kundenprofil erstellt und es werden Risikohinweise ausgegeben. Mit dieser Eingangsaufklärung kann sich der Anbieter allerdings begnügen, ohne eine weitere anlegergerechte Beratung leisten zu müssen.

Die Kunden werden nach ihren Kenntnissen und Erfahrungen in Risikoklassen eingeteilt und anhand dieser Kundensegmente wird festgestellt, ob sich die Order innerhalb der festgehaltenen Klasse bewegt. Vor der Einzelorder erfolgt dann keine Beratung mehr. Der „execution-only“-Anbieter muss gegebenenfalls die Order ablehnen, falls eine zusätzliche Beratung nicht erfolgen kann⁷⁹⁴. Bei Ordererteilung über Internet kommt es in der Praxis vor, dass ein „pop-up“-Fenster den Kunden darauf aufmerksam macht, dass er sich außerhalb des von ihm vorgegebenen Rahmens bewegt. Es folgt ein Hinweis auf die zusätzlichen Risiken und der Anleger kann dann entweder abbrechen oder das Geschäft trotzdem bestätigen. Mit der Eingangsaufklärung und der Einstufung in eine Risikoklasse ist den Anforderungen an einen Mindestanlegerschutz jedenfalls Genüge getan⁷⁹⁵. Gänzlich unerfahrene und nicht hinreichend sachverständige Kunden müssen demnach vom Anbieter abgelehnt werden. Die Vermutung, dass für bestimmte Kunden weniger Informationsbedarf gegeben ist, ist eigentlich schon eine Kundenklassifizierung⁷⁹⁶.

⁷⁹² Es heißt in § 13 „soweit dies ... erforderlich ist“. Auch die ISD ist mit Vorbehalten versehen. Vgl dazu *Knobl*, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA 1997, 783 (785).

⁷⁹³ *Knobl*, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA 1997, 783 (783 f).

⁷⁹⁴ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 124.

⁷⁹⁵ *Knobl*, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA 1997, 783 (785).

⁷⁹⁶ *Kasten*, Das neue Kundenbild des § 31 a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007, 261 (263).

*Haghofer/Mayer*⁷⁹⁷ sprechen aufgrund der niedrigeren Kosten bei „execution only“-Geschäften von einem Abkaufen der gesetzlichen Beratung und bezeichnen diese Art der Wertpapierdienstleistung deswegen aus Gründen des Anlegerschutzes als nicht zulässig. Wie bereits dargelegt, findet sehr wohl auch beim „discount broking“ eine - wenn auch eingeschränkte - Anfangsberatung statt. Auch die geäußerte Befürchtung, dass der Anleger den Wert der Beratung nicht abschätzen kann, geht an der Sache vorbei, da der Kunde weiß, worauf er sich einlässt. Die Unterschiede bei den Spesen sind so groß, dass dem potenziellen Anleger bewusst sein muss, dass er nicht volle Beratung und Aufklärung erwarten darf. Weiters kommt der Anleger bei mangelnder Erfahrung und Professionalität ohnedies nicht in den Genuss dieser besonderen Dienstleistung.

Auch die von den beiden Autoren genannten wettbewerbsrechtlichen Probleme⁷⁹⁸ sind nicht nachvollziehbar. Beim „discount broking“ handelt es sich genauso um eine Wertpapierdienstleistung wie bei der Vermögensberatung oder der Vermögensverwaltung. Es steht jedem Anbieter frei, ein dementsprechendes Produkt auf den Markt zu bringen. Und der freie Markt wird nach den Geboten von Angebot und Nachfrage zeigen, ob diese spezielle Dienstleistung angenommen wird oder nicht. Es ist jedenfalls noch nicht festzustellen, dass die von umfassenderer Beratung begleiteten Produkte vom „discount broking“ verdrängt werden.

Auch der deutsche BGH hat ausgesprochen, dass ein Anleger, der einer Discountbank, die erklärt hat, sich nur an erfahrene Anleger zu wenden, eine gezielte Order erteilt, damit konkludent zum Ausdruck bringt, er benötige keine weiteren Informationen⁷⁹⁹.

⁷⁹⁷ *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (589).

⁷⁹⁸ *Haghofer/Mayer*, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus der Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997, 583 (590).

⁷⁹⁹ *Knobl/Hysek*, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 2001, 29 (39).

Zusammenfassend sei angemerkt, dass der Verzicht auf Beratung bei speziellen Geschäften auch aus Konsumentenschutz-Überlegungen durchaus legitim ist, wenn dem Kunden bereits vor der ersten Ordererteilung klar ist, dass es sich um „discount broking“ ohne Beratung handelt, eine Erstaufklärung durch den Anbieter durchgeführt und ein Anlegerprofil erstellt wird. In diesem Sinne äußerte sich auch *Goldmann*⁸⁰⁰ bei einer Anlegerschutzkonferenz der BWA im Dezember 1999. Auch *Schrank* führt aus, dass „durch den ausdrücklichen Hinweis des Discount Brokers auf die beratungsfreie Erbringung seiner Dienstleistungen ... die Entstehung jenes Vertrauenstatbestandes, der den vorvertraglichen Schutzpflichten zugrundegelegt wird, unterdrückt“⁸⁰¹ wird. Will der Anleger in weiterer Folge seine selbst erstellten Anlagewünsche umsetzen, so muss er dafür auch die Verantwortung tragen. Diese Art der Wertpapierdienstleistung stellt für erfahrene Investoren ein Vehikel dar, um nicht nur kostengünstig, sondern auch mit sehr guten und prompten, leicht nachvollziehbaren Ausführungen, Geschäfte in einer Art und Weise abzuwickeln, wie es in der Regel bei der Hausbank wohl nicht möglich wäre.

Das „discount broking“ stellt somit, wie der Verfasser dieser Arbeit meint, eine den Bedürfnissen des Marktes Rechnung tragende Möglichkeit zu unbürokratischer Abwicklung von spezifischen Einzelorders dar, ohne auf den Mindestschutz des (alten) WAG verzichten zu müssen. Auch die österreichische Aufsichtsbehörde ist der Auffassung, dass es sich beim „discount broking“ um eine „aus den Kundenbedürfnissen heraus entstandene Geschäftsform“⁸⁰² handelt, die nicht zu verbieten, sondern „vielmehr zu überwachen und zu regulieren“⁸⁰³ ist. Auch die deutsche Aufsichtsbehörde statuierte die Zulässigkeit dieser Geschäftsform⁸⁰⁴.

⁸⁰⁰ *Wolfbauer/Brandl*, Anlegerschutz-Konferenz, ÖBA 2000, 235 (237).

⁸⁰¹ *Schrank*, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000), 86.

⁸⁰² *Wolfbauer/Brandl*, Anlegerschutz-Konferenz, ÖBA 2000, 235 (237).

⁸⁰³ *Wolfbauer/Brandl* ebenda.

⁸⁰⁴ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 143.

Der Wegfall der Beratungspflicht ergibt sich aus der Art des Geschäftes. Der Anbieter zieht sich nach *Knobl*⁸⁰⁵ und diesem folgend *Winternitz*⁸⁰⁶ auf die Position des reinen Anlagevermittlers mit Mindestberatungspflichten zurück. Wünscht der Kunde über ein bestimmtes Produkt beraten zu werden oder bietet der Dienstleister bestimmte Produkte an oder empfiehlt diese, dann ist von der Art des Geschäfts her eine Einschränkung der Pflichten des Anbieters nicht möglich⁸⁰⁷. In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass der Anbieter beim „discount broking“ nur von den Nachforschungspflichten in der Kundensphäre entbunden ist, nicht aber von sonstigen Aufklärungs- und Warnpflichten⁸⁰⁸.

Anders sieht diese Problematik *Karpi*⁸⁰⁹, der zwischen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Direktbankengeschäft ohne Filialbetrieb, die er für zulässig erachtet, und einer Ausführung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen ohne Beratungsleistung, in welchem Fall seiner Meinung nach gegen § 13 WAG 1996 verstoßen wird, differenziert.

Eine klare und nach Meinung des Autors dieser Arbeit auch sehr begrüßenswerte Regelung zum Thema des „discount broking“ bzw „execution-only-business“ findet sich nun in der MiFID und ihr folgend im WAG 2007.

7.4.2 Rechtslage nach WAG 2007

Im Gegensatz zum beratungsfreien Geschäft nach § 45 WAG, das dem bisherigen Verständnis des „execution only“ entspricht⁸¹⁰ und bei dem ein Angemessenheitstest durchzuführen ist, darf ein Rechtsträger dessen

⁸⁰⁵ *Knobl*, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA 1997, 783 (794).

⁸⁰⁶ *Winternitz*, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998), 129.

⁸⁰⁷ *Zahradnik*, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997), 48.

⁸⁰⁸ *Knobl*, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995, 741 (747).

⁸⁰⁹ *Karpi*, Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz (2000), 144 f.

⁸¹⁰ *Oppitz*, Das „Execution-only-Geschäft neu“, ÖBA 2007, 953 (954).

Wertpapierdienstleistung lediglich in der Ausführung von Kundenaufträgen oder der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen besteht, gemäß § 46 WAG auf die Einholung von Informationen verzichten. Damit besteht nun erstmals Rechtssicherheit in diesem Geschäftsgebiet.

Die Formulierung „...dessen Wertpapierdienstleistungen...“ in § 46 WAG könnte den Schluss nahe legen, dass Anbieter, die auch andere Dienstleistungen erbringen, nicht von der gegenständlichen Regelung erfasst sind. *Brandl/Klausberger*⁸¹¹ verweisen auf die englische Version der MiFID und leiten völlig zu Recht ab, dass auch solche Unternehmen „execution only“ anbieten dürfen, die auch andere Dienstleistungen erbringen. Trägt ein Kreditinstitut den organisatorischen und abwicklungstechnischen Besonderheiten des „execution only“-Geschäfts in ausreichender Form Rechnung, besteht keine Veranlassung, zu verlangen, dass diese Art des Geschäfts auf einen anderen Rechtsträger zu verlagern wäre⁸¹².

Das reine Ausführungsgeschäft kann allerdings nur unter bestimmten Voraussetzungen durchgeführt werden. Zum ersten darf sich das Geschäft nur auf nicht komplexe Finanzinstrumente beziehen. Dies sind insbesondere zum Handel zugelassene Aktien, Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen oder sonstige verbrieft Schuldtitel sofern in sie kein Derivat eingebettet ist, sowie Anteile an OGAW-Fonds. Aber auch andere Finanzinstrumente können unter bestimmten Voraussetzungen darunter fallen⁸¹³.

Zweitens muss die Dienstleistung auf Veranlassung des Kunden erfolgen. Das liegt dann nicht vor, wenn der Kunde durch eine an ihn gerichtete Mitteilung zum Kauf aufgefordert wurde. Auf Veranlassung des Kunden erfolgt das Geschäft hingegen dann, wenn er es aufgrund einer beliebigen Mitteilung die sich an eine größere Gruppe von Kunden richtet, abschließt⁸¹⁴.

⁸¹¹ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 318.

⁸¹² *Oppitz*, Das „Execution-only-Geschäft neu“, ÖBA 2007, 953 (955).

⁸¹³ Vgl dazu § 1 Z 4 lit b WAG 2007.

⁸¹⁴ *Gruber* in *Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 142.

Als dritte Voraussetzung muss der Kunde darüber informiert werden, dass keine Angemessenheitsprüfung durchgeführt wird und er nicht in den Schutz der einschlägigen Wohlverhaltensregeln kommt. Diese Warnung kann auch standardisiert erfolgen. Abschließend muss der Rechtsträger bei Erbringung des reinen Ausführungsgeschäfts seinen Pflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten nachkommen.

Diese Art der Dienstleistung stellt jedenfalls eine Erleichterung im Wertpapiergeschäft - vor allem bei der virtuellen Vermittlung - dar⁸¹⁵.

Für professionelle Kunden können „execution only“-Geschäfte auch über komplexe Finanzinstrumente abgeschlossen werden. Dies auch dann, wenn das Geschäft nicht auf Veranlassung des Kunden erbracht wird. Eine Information über den Wegfall des Schutzes der Wohlverhaltensregeln ist ebenfalls nicht notwendig. Interessenkonflikte sind aber auch gegenüber professionellen Kunden zu vermeiden⁸¹⁶.

7.5 Dokumentationspflichten

Rechtsträger müssen die Vereinbarungen mit dem Kunden, die die Rechte und Pflichten der Parteien, sowie die sonstigen Bedingungen, zu denen der Rechtsträger Dienstleistungen für den Kunden erbringt, festlegen, aufzeichnen. Diese Aufzeichnung wird in der Regel in Form einer Vertragsurkunde erstellt⁸¹⁷. Da die Aufsichtsbehörde in die Lage versetzt werden soll, zu überprüfen, ob alle gesetzlichen Vorgaben eingehalten wurden⁸¹⁸, sollten mündlich getroffene Vereinbarungen ebenfalls in die Aufzeichnungen aufgenommen werden⁸¹⁹.

⁸¹⁵ WKO Newsletter WAG 2007: Angemessenheitstest vom 4.11.2009, 4.

⁸¹⁶ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 585.

⁸¹⁷ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 319.

⁸¹⁸ § 22 WAG 2007.

⁸¹⁹ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 587.

Bei erstmaliger Erbringung einer Dienstleistung, die keine Anlageberatung darstellt, muss der Anbieter mit Privatkunden eine Rahmenvereinbarung abschließen, die alle wesentlichen Rechte und Pflichten festlegt. Der Inhalt muss auf einem dauerhaften Datenträger festgehalten werden⁸²⁰. Aus Gründen der Beweissicherheit sollte die Rahmenvereinbarung allerdings von beiden Parteien unterschrieben werden, womit nach Ansicht des Autors dieser Arbeit in der Praxis von den Möglichkeiten von der Papierform abzugehen, Abstand genommen werden sollte. Faktisch wurde so ein Schriftformerfordernis für die Rahmenvereinbarung mit Privatkunden eingeführt⁸²¹. Die Rechte und Pflichten können auch durch Verweis auf andere Dokumente festgelegt werden. Darunter fallen etwa AGB, Risikohinweise, der WKO-Leitfaden und Gesetzestexte⁸²².

Offen bleibt allerdings die Frage, was der Unterschied zwischen wesentlichen und unwesentlichen Rechten und Pflichten ist. In diesem Zusammenhang führt *Graf*⁸²³ konsequenterweise völlig richtig aus, dass letztendlich jede Vertragsbestimmung streitentscheidend und somit wesentlich sein kann. Daher meint er, dass in die Rahmenvereinbarung sämtliche Rechte und Pflichten aufzunehmen sind.

Neben den angesprochenen Dokumentationspflichten des § 47 WAG sind selbstverständlich auch die „allgemeinen“ Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten des § 22 WAG beachtlich. Somit ist *Brandl/Klausberger*⁸²⁴ zuzustimmen, wenn sie meinen, dass auch Beratungsprotokolle erstellt werden sollten. Jedenfalls sollten Aufzeichnungen angefertigt und vom Kunden unterschrieben werden, wenn der Auftrag von der Beratung abweicht oder nicht angemessen ist, bzw wenn nur eingeschränkte

⁸²⁰ Zum dauerhaften Datenträger vgl die Ausführungen unter 7.2.4, Seite 162 ff.

⁸²¹ *Teuber*, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429 (436).

⁸²² *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 320.

⁸²³ *Graf* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 587.

⁸²⁴ *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 320.

Informationen zur Verfügung stehen⁸²⁵. *Kapfer/Resch*⁸²⁶ meinen überhaupt, dass der Rechtsträger grundsätzlich alles aufzeichnen sollte, was mit seinen Dienstleistungen und Geschäften zu tun hat. Der WAG Leitfaden empfiehlt die Dokumentation des Beratungsgesprächs gemeinsam mit dem Erstellen des Kundenprofils und der Bestätigung des Erhalts der Risikohinweise.

Eine neue Regelung im deutschen WpHG⁸²⁷ sieht nun im Falle einer Anlageberatung eine Protokollierungspflicht Seitens des Anbieters vor. Demnach müssen Privatkunden automatisch und professionelle Kunden auf Aufforderung ein Beratungsprotokoll übermittelt bekommen. Bekommt der Kunde das Protokoll nicht vor Geschäftsausführung, hat er ein einwöchiges vertragliches Rücktrittsrecht. Die Wochenfrist beginnt mit Zugang des Protokolls. Eine Regelung mit für den Dienstleister verheerender Wirkung. Entwickelt sich das Instrument in der gegebenen Zeit nicht wie gewünscht, tritt der Kunde einfach vom Geschäft zurück und der Rechtsträger hat den Verlust zu tragen. Es sollten also tunlichst immer vor Ausführung des Geschäfts die entsprechenden Protokolle übergeben werden. Eine fernmündliche Ordererteilung bringt den Berater aber in Bedrängnis. Der österreichische Gesetzgeber hat Gott sei Dank von dieser nach Ansicht des Autors dieser Arbeit gänzlich verfehlten Verschärfung der durch MiFID geforderten Dokumentationspflicht abgesehen.

In der Vorgängerbestimmung zu § 22 WAG 2007, dem § 17 WAG 1996, wurden Pflichten statuiert, die in Ergänzung zu den Bestimmungen der §§ 13 und 14 WAG 1996 der Verstärkung und Durchsetzung der Pflichten der Anbieter gedient haben und auch Beweissicherungscharakter hatten. Allerdings vermisste man eine Verpflichtung zur Führung von Aufzeichnungen über die Risikoaufklärung, die in der Praxis oft Gegenstand gerichtlicher Auseinandersetzungen ist⁸²⁸. Nun wird diese aufsichtsrechtliche Zielsetzung dezidiert ausgesprochen.

⁸²⁵ Punkt 6.2. des WAG Leitfadens 2007.

⁸²⁶ *Kapfer/Resch in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 318.

⁸²⁷ Vgl dazu *Pfeifer*, Einführung der Dokumentationspflicht für das Beratungsgespräch durch § 34 Abs. 2a WpHG, BKR 2009, 485 (485).

⁸²⁸ *Winternitz/Aigner*, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004), 28.

Die Dienstleister müssen über die allgemeine zivilrechtliche Rechnungslegungspflicht und die Pflichten aus der Stellung als Effektenkommissionär hinaus⁸²⁹ wie bereits nach alter Rechtslage nicht nur bei jedem Geschäftsfall die Anweisungen des Kunden und die Auftragsausführung aufzeichnen, sondern auch den Namen oder die Kennnummer der Kontaktperson sowie die Uhrzeit der Auftragserteilung und der Auftragsausführung. Diese Aufzeichnungen dienen der Verfolgung des „front“ oder „parallel running“⁸³⁰. Ebenso sind Angaben bezüglich Art der Transaktion, Instrument, Preis, Menge und Währung zu machen⁸³¹. Entsprechende Aufzeichnungen sind auch nach Ausführung des Auftrags anzufertigen⁸³². Dazu kommen noch die Identifikation der Gegenpartei und des Handelsplatzes. Darüber hinaus hat die FMA ein auf einer CESR-Empfehlung basierendes Verzeichnis der Mindestaufzeichnungspflichten erstellt, in dem aber keine neuen Aufzeichnungspflichten geschaffen werden⁸³³.

Entgegen der bisherigen Rechtslage sind die Aufzeichnungen nun fünf Jahre lang aufzubewahren. Bei länger dauernden Schuldverhältnissen sind bestimmte Dokumente wie mit dem Kunden abgeschlossene Verträge zumindest für die Dauer der Geschäftsbeziehung aufzubewahren. Aufgrund anderer Vorschriften können sich für bestimmte Dokumente auch andere Aufbewahrungsfristen, wie etwa die siebenjährige nach UGB, ergeben. In außergewöhnlichen, durch die Art des Instruments oder des Geschäfts gerechtfertigten, Fällen kann die FMA die vorgegebene Aufbewahrungspflicht auch ausdehnen.

⁸²⁹ *Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 176.

⁸³⁰ Vgl dazu die Ausführungen unter 6.2.1, Seite 85 f.

⁸³¹ *Kapfer/Resch in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 319 f.

⁸³² *Pradler/Ortner in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 180.

⁸³³ *Kapfer/Resch in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 322.

Da diese Bestimmung primär Aufsichtszwecken dient⁸³⁴, kommt als Datenträger für die Aufzeichnungen auch die elektronische Aufbewahrung in Betracht⁸³⁵. Im Bereich der execution-only-Geschäfte kann etwa - mit Einwilligung des Kunden - auch das Mitschneiden von Telefongesprächen relevant sein⁸³⁶. Die Aufzeichnungen müssen der FMA unverzüglich zugänglich gemacht werden können, Änderungen müssen leicht feststellbar sein und sie müssen ausreichend gegen Manipulationen geschützt sein.

Wie *Brandl/Saria*⁸³⁷ festhalten, sollte der Finanzintermediär darauf achten, den Kunden das Anlegerprofil oder die schriftlich festgehaltene Verweigerung Angaben zu machen, auch unterfertigen zu lassen und diese Dokumente auch im Original aufzubewahren, da sonst im Prozessfall das Beweismittel „Originalurkunde“ wegfällt. Auch wenn aus der Nichteinhaltung der Dokumentationspflichten keine Schadenersatzpflichten ableitbar sind, können die Aufzeichnungen aber entscheidende Bedeutung in Schadenersatzprozessen erlangen.

Durchaus berechtigt ist die Kritik *Karpfs*⁸³⁸ (ursprünglich zum WAG 1996 formuliert, aber auch nach neuer Rechtslage aktuell) daran, dass keine Verpflichtung besteht, dem Anleger eine Kopie des erstellten Kundenprofils auszuhändigen. Diese Aufzeichnungen würden im Falle eines Rechtsstreits wichtige Beweismittel darstellen. Zum einen wären diese Aufzeichnungen natürlich eine Absicherung für den Wertpapierdienstleister, da er gegebenenfalls darlegen könnte, anlegergerecht beraten zu haben. So wäre auch das Fehlen im - dem Anlegerschutz dienenden - Gesetz zu erklären. Es darf aber auch nicht außer Acht gelassen werden, dass das Vorhandensein des Anlegerprofils auch dem Rechtsberater des vermeintlich geschädigten Kunden Aufschluss darüber

⁸³⁴ *Kapfer/Resch* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 318.

⁸³⁵ *Pradler/Ortner* in *Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 182.

⁸³⁶ *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz (1997), 177.

⁸³⁷ *Brandl/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005), 55.

⁸³⁸ *Karpf*, Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz (2000), 153.

geben kann, ob ein im Falle des Unterliegens teurer Rechtsstreit Aussicht auf Erfolg hat oder nicht. Hat der Anbieter dem Kundenprofil zuwider gehandelt, dient das Vorlegen dieses Dokuments im Rechtsstreit klar der Durchsetzung des Anspruchs des Anlegers. Dementsprechend ist mit der Aushändigung des Kundenprofils beiden Seiten gedient.

7.6 Berichtspflichten

Die Verpflichtung der Rechtsträger, ihren Kunden ungeachtet deren Kategorisierung in geeigneter Form über die erbrachten Dienstleistungen Bericht zu erstatten, ist aufsichtsrechtlich neu. Bisher gab es nur eine aus dem Auftragsrecht ableitbare zivilrechtliche Pflicht⁸³⁹. Die nähere Ausgestaltung dieser Pflichten wird in den §§ 49 ff WAG festgeschrieben. Hier kommt es schon zu einer Differenzierung nach unterschiedlichen Kundenkategorien.

In den Berichten sind dem Kunden aber jedenfalls die Kosten für in seinem Namen erbrachte Dienstleistungen zu übermitteln. Diese Formulierung des Gesetzgebers ist insofern merkwürdig, als dass Effektengeschäfte typischerweise im Namen der durchführenden Bank abgeschlossen werden und diese nicht als direkter Stellvertreter des Kunden auftritt. Bei richtlinienkonformer Auslegung ist das Gesetz so zu verstehen, dass die Verpflichtung bei allen auf Rechnung des Kunden durchgeführten Geschäften besteht⁸⁴⁰.

⁸³⁹ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 145.

⁸⁴⁰ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 590.

7.6.1 Pflichten außerhalb der Portfolioverwaltung

Jedenfalls sind jedem Kunden unverzüglich auf einem dauerhaften Datenträger⁸⁴¹ die wesentlichen Informationen über die Ausführung des Auftrags zu übermitteln. Was wesentliche Informationen sind, wird leider nicht festgelegt. Für Privatkunden gibt es aber in der Anlage zu § 49 detaillierte Regelungen. Für professionelle Kunden werden Ausführungszeit, Ausführungsort und Entgelt⁸⁴² sowie die darüberhinausgehenden Kosten als wesentlich erachtet.

Privatkunden ist schnellstmöglich eine Bestätigung der Auftragsausführung zu übermitteln. Spätestens hat die Übermittlung am ersten Geschäftstag nach der Ausführung bzw am ersten Tag nach Eingang der Bestätigung von einem Dritten zu erfolgen. Aufgrund der vorherrschenden Automatisierung der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen sollte eine taggleiche Übermittlung der Bestätigung möglich sein. *Gruber*⁸⁴³ führt aus, dass der Zeitraum für die Übermittlung bei Privatkunden („schnellstmöglich“) ein kürzerer ist, als der bei anderen Kunden („unverzüglich“).

Betreffend des Inhalts des Berichtes fasst Anlage 1 zu § 49 WAG 15 Punkte zusammen, ohne diese näher zu erläutern. Die wichtigsten Informationen betreffen Name des Rechtsträgers bzw des Kunden, Handelstag und Zeit, Art und Ort des Auftrags, Instrument, Menge, Preis und Entgelt bzw Provisionen. Hat der Kunde schon eine diese Punkte enthaltende Bestätigung von einem Dritten erhalten, entfällt die Pflicht des Rechtsträgers. War Gegenstand des Geschäfts eine Anleihe zur Finanzierung von Hypothekarkreditverträgen, hat der Rechtsträger einen Monat Zeit, das Geschäft zu melden. Diese Ausnahme gilt gegenüber allen Kunden.

Auf Anfrage sind dem Kunden darüber hinaus Informationen über den Stand seines Auftrags zu übermitteln. Auch wenn das Gesetz dafür keine Frist nennt, ist

⁸⁴¹ Zum dauerhaften Datenträger vgl die Ausführungen unter 7.2.4, Seite 162 ff.

⁸⁴² *Brandl/Klausberger in Brandl/Saria*, Praxiskommentar zum WAG (2008), 323.

⁸⁴³ *Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer*, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 146.

wohl davon auszugehen, dass die Beantwortung einer dementsprechenden Anfrage unverzüglich zu erfolgen hat⁸⁴⁴.

Bei regelmäßigen Aufträgen von Privatkunden über inländische bzw OGAW konforme Investmentfonds kann der Rechtsträger wählen, ob er nach jedem einzelnen Auftrag oder periodisch alle sechs Monate berichtet.

7.6.2 Pflichten bei der Portfolioverwaltung

Im Rahmen der Portfolioverwaltung hat der Rechtsträger allen Kunden periodisch auf einem dauerhaften Datenträger eine Aufstellung der im Namen des Kunden erbrachten Dienstleistungen zu übermitteln. Die Pflicht entfällt, wenn der Kunde die notwendigen Daten von einem Dritten bspw der Depotbank erhält. Die Wichtigkeit der Berichterstattung bei der Portfolioverwaltung wurde auch schon vor MiFID durch eine Studie von Arthur Andersen, in der das Berichtswesen als wichtigste Zusatzdienstleistung von Vermögensverwaltern bezeichnet wurde, deutlich⁸⁴⁵.

Bezüglich der Häufigkeit der Berichterstattung gibt es nur eine Regelung betreffend Privatkunden. Professionellen Kunden kann zivilrechtlich betrachtet durchaus zugemutet werden, mit dem Anbieter eine Vereinbarung darüber zu treffen, wie oft sie Berichte erhalten. Aufsichtsrechtlich ist diese Lücke allerdings bedenklich, da ein Verstoß gegen die Berichtspflicht mit Verwaltungsstrafe bedroht ist und die gegenständliche Bestimmung nicht den Bestimmtheitsanforderungen, die an Straftatbestände zu stellen sind erfüllt. Die Rechtsträger sollten sich praktischerweise an den Regelungen für Privatkunden orientieren⁸⁴⁶.

⁸⁴⁴ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 594.

⁸⁴⁵ Schiereck/Viebahn, Informationsbereitstellung durch das Berichtswesen von Vermögensverwaltungen, ÖBA 2006, 3 (3).

⁸⁴⁶ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 597.

Die Mindestinhaltepflichten der Information sind in Anlage 1 zu § 50 WAG geregelt. Sie umfassen neben Namen des Anbieters bzw Kunden die Zusammensetzung und Bewertung des Portfolios mit Einzelangaben zu jedem gehaltenen Finanzinstrument sowie die Wertentwicklung des Portfolios im Betrachtungszeitraum. Weiters Angaben zur Gesamtsumme der Gebühren und Entgelte, sofern eine Vergleichsgröße vereinbart ist einen Vergleich der Wertentwicklung, den Gesamtbetrag der Dividenden-, Zins- und sonstigen Zahlungen sowie Informationen zu Rechten die mit den gehaltenen Finanzinstrumenten verbunden sind. Abschließend zu jedem Geschäft die Informationen nach Anlage 1 zu § 49 WAG, sofern der Kunde diese nicht einzeln nach Geschäftsabschluss erhält.

Grundsätzlich sind diese Berichte alle sechs Monate zu übermitteln. Es gibt allerdings drei im Gesetz genannte Ausnahmen. So hat der Kunde das Recht, die Informationen alle drei Monate zu verlangen. Der Rechtsträger muss ihn auf diese Möglichkeit aufmerksam machen. Wird dem Kunden über jedes einzelne Geschäft berichtet, verlängert sich die Frist auf zwölf Monate. Werden allerdings komplexe Finanzinstrumente⁸⁴⁷ gehalten, dann ist trotz Einzelberichterstattung alle sechs Monate zu berichten. Ist laut Vertrag ein kreditfinanziertes Portfolio zulässig, so ist jeden Monat ein Bericht zu übermitteln. Laut englischer und französischer Version der DRL ist jede Hebelwirkung erfasst⁸⁴⁸. Unklar ist, ob dieser kurze Zeitraum immer gilt oder nur dann, wenn der Kredit ausgenutzt wird. In der Praxis wird es sich wohl empfehlen, die Berichterstattung, die ja automationsunterstützt erfolgt, jedenfalls auf monatlicher Basis durchzuführen.

Alle Kunden haben im Rahmen der Portfolioverwaltung das Recht, für jedes einzelne Geschäft die Informationen gem § 49 WAG zu verlangen⁸⁴⁹. Dieses Recht gilt aber dann nicht, wenn dem Kunden diese Informationen unverzüglich von einer anderen Person zuzusenden sind.

⁸⁴⁷ Zu den komplexen Finanzinstrumenten vgl die Ausführungen unter 4.4, Seite 62 f.

⁸⁴⁸ *Graf in Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 598.

⁸⁴⁹ Hier wird betreffend des Umfangs des Berichts zwischen Privatkunden und professionellen Kunden unterschieden. Vgl dazu die Ausführungen unter 7.6.1, Seite 205 f.

Zusätzlich gibt es noch zwei Fälle der anlassbezogenen Berichterstattung. Der erste tritt ein, wenn die Verluste im Rahmen der Vermögensverwaltung einen bestimmten vorher zwischen Anbieter und Anleger vereinbarten Schwellenwert übersteigen. Eine Überschreitung muss am Ende des Geschäftstags bzw. bei Überschreiten an geschäftsfreien Tagen am nachfolgenden Geschäftstag erfolgen. Das ist in der Praxis unter Umständen schwierig, da die Bewertung des Portfolios oft erst über Nacht, nach Handelsschluss der Börsen in Übersee erfolgt. Diese Zeit nach Geschäftsschluss wird wohl wie ein geschäftsfreier Tag zu behandeln sein und die Mitteilung sollte am nächsten Tag erfolgen. Die Verpflichtung besteht nicht nur dann, wenn die Überschreitung aufgrund eines konkreten Geschäftes erfolgt, sondern unabhängig davon. Die Benachrichtigungspflicht gilt nur, wenn ein solcher Schwellenwert vereinbart ist. Eine Pflicht zur Vereinbarung besteht nicht⁸⁵⁰. Bisher wurde in Lehre und Rechtsprechung vertreten, dass eine Benachrichtigungspflicht besteht, wenn ein erheblicher Verlust eingetreten ist. Die Unsicherheit, was ein erheblicher Verlust ist, ist nun beseitigt⁸⁵¹. Nun können die Schwellenwerte je nach Veranlagungsstrategie vereinbart werden.

Der zweite Fall betrifft Privatkundenkonten mit ungedeckten Positionen bei Geschäften mit Eventualverbindlichkeiten. Das sind Geschäfte, die für den Kunden mit einer tatsächlichen oder potenziellen Verbindlichkeit verbunden sind, die über den Kaufpreis des Instruments hinausgeht⁸⁵². Treten hier Verluste auf, die über den vereinbarten Schwellenwert hinausgehen, besteht eine entsprechende Mitteilungspflicht. Der Platz an dem die gegenständliche Pflicht im Gesetz umgesetzt wurde, ist sehr unglücklich gewählt, da diese Verpflichtung gemäß MiFID-DRL auch außerhalb der Portfolioverwaltung besteht⁸⁵³.

⁸⁵⁰ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 601.

⁸⁵¹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 328.

⁸⁵² Erwägungsgrund 63 der MiFID-DRL.

⁸⁵³ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 600.

7.6.3 Pflichten beim Halten von Kundengeldern

Rechtsträger, die Kundenfinanzinstrumente oder Kundengelder halten oder verwalten, müssen mindestens einmal jährlich auf einem dauerhaften Datenträger eine Aufstellung der betreffenden Finanzinstrumente und Gelder übermitteln, sofern so eine Aufstellung nicht bereits in einem anderen Bericht des Rechtsträgers oder eines depotführenden Instituts übermittelt worden ist. Damit wird nun festgelegt, dass einerseits jeder Kunde einen Depotauszug erhält und andererseits, dass keine doppelte Übermittlung erfolgen muss⁸⁵⁴. Bei der Portfolioverwaltung kann die Aufstellung auch im Rahmen der dort geforderten periodischen Berichte erfolgen.

Der österreichische Gesetzgeber geht durch Aufnahme des Wortes „verwalten“ über die Anforderung der MiFID, die nur eine Berichtspflicht beim Halten von Kundenfinanzinstrumenten bzw- Kundengeldern fordert, hinaus. Vermögensverwalter, die keine Gelder halten, aber eine Zeichnungsbefugnis für das Konto des Kunden haben, müssen entsprechend berichten⁸⁵⁵. Eine Ausnahme gibt es für Einlagen bei einem Kreditinstitut, die nicht im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung stehen. Da es sonst kaum Gründe geben wird, warum ein Rechtsträger für einen Kunden Geld halten oder bei einem Kreditinstitut verwahren sollte, wird die Ausnahme kaum praktische Bedeutung erlangen⁸⁵⁶.

Inhaltlich geht es um Angaben darüber, welche Finanzinstrumente und Geldbeträge am Ende des erfassten Zeitraums gehalten werden, Angaben darüber, inwieweit es Wertpapierfinanzierungsgeschäfte⁸⁵⁷ gegeben hat sowie die Höhe und die Grundlage etwaiger Erträge aus diesen Geschäften. Für noch nicht abgerechnete Geschäfte kann entweder das Abschluss- oder das Abwicklungsdatum zugrunde gelegt werden.

⁸⁵⁴ Gruber in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 149.

⁸⁵⁵ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 602.

⁸⁵⁶ Graf in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 604.

⁸⁵⁷ Darunter fallen Wertpapierleihe, Repos, Reverse Repos und Sell-Buy-Backs.

8. Best Execution

8.1 Durchführungspolitik

Bereits aus dem allgemeinen Gebot, die Dienstleistung im Interesse des Kunden zu erbringen, ergibt sich die Verpflichtung zur bestmöglichen Durchführung von Kundenaufträgen⁸⁵⁸. Damit soll der Wettbewerb unter den Anbietern gesteigert, die Produktqualität erhöht und die Markteffizienz gefördert werden⁸⁵⁹. In den §§ 52 ff WAG konkretisiert der Gesetzgeber mit detaillierten Regelungen die Pflichten der Anbieter. Diese Bestimmungen bestehen unabhängig von der Form der zivilrechtlichen Abwicklung⁸⁶⁰.

Rechtsträger, die Aufträge für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten ausführen, die bei der Erbringung von Portfolioverwaltungsdienstleistungen andere Einrichtungen mit der Ausführung von Aufträgen beauftragen oder bei der Annahme und Übermittlung von Aufträgen ihrer Kunden für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten Aufträge an andere Einrichtungen zur Ausführung weiterleiten, müssen eine Durchführungspolitik festlegen und sicherstellen, dass die genannten Dienstleistungen nach Maßgabe dieser durchgeführt werden um gleichbleibend das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erreichen. Die Ausgabe und Rücknahme von Investmentfonds-Anteilen ist davon nicht erfasst. Ebenso wenig der Best Execution unterliegen OTC Geschäfte, die vom Kunden ausgehen und zu einer fixen Quote und nicht verhandelbaren Konditionen erfolgen, sofern die Konditionen der Marktlage entsprechen und der Kunde vor Abschluss des Geschäftes ausdrücklich auf die Möglichkeit anderer Ausführungswege hingewiesen wurde⁸⁶¹.

⁸⁵⁸ Zahradnik/Gutmann in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 163.

⁸⁵⁹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 607.

⁸⁶⁰ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 35.

⁸⁶¹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 609.

Mit der Verpflichtung, Ausführungsgrundsätze aufzustellen wird ausgedrückt, dass keine Pflicht zur besten Ausführung im Einzelfall besteht⁸⁶². Die bestmögliche Durchführung ist längerfristig im Sinne einer Durchschnittsberechnung zu verstehen⁸⁶³. Es ist eine Durchführungspolitik zu erarbeiten, die typischerweise zum bestmöglichen Ergebnis führt und es sind angemessene bzw wirksame organisatorische Vorkehrungen zu treffen, die die Einhaltung der erarbeiteten Grundsätze sicherstellen⁸⁶⁴.

Bei der auch als Execution Policy bezeichneten Durchführungspolitik handelt es sich rein formal betrachtet um ein internes Dokument, das die erforderlichen Prozesse im Unternehmen beschreiben soll. Der Kunde erhält eine Zusammenfassung, der er zustimmen muss. Beim Rechtsträger schlägt sich die Best Execution Policy in Arbeitsanweisungen und technischen Vorkehrungen nieder⁸⁶⁵. Die Rechtsträger haben in ihrer Durchführungspolitik darzustellen, wie die Kundenaufträge abgewickelt werden. Sie müssen beschreiben, welche Strategie sie verfolgen, um die bestmögliche Durchführung von Kundengeschäften zu gewährleisten, welche Schritte sie zu deren Umsetzung setzen und inwiefern Maßnahmen dazu beitragen, das bestmögliche Ergebnis für den Kunden zu erzielen⁸⁶⁶. Die Durchführungspolitik hat auch anzugeben, wie auf der Durchführungsebene mit horizontalen Interessenkonflikten umzugehen ist und transparente Zuteilungsregeln aufzustellen⁸⁶⁷.

Besonders wichtig sind in diesem Zusammenhang Regeln für die Erstausgabe von Wertpapieren. Man erinnere sich an die Zeiten der Internetblase mit hundertfach überzeichneten IPOs. Bekam man aus der Emission Aktien, gab es

⁸⁶² Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (174) und CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007, Q&A, Punkt 3.3..

⁸⁶³ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 335.

⁸⁶⁴ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 608.

⁸⁶⁵ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 610.

⁸⁶⁶ CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007, Q&A, Punkt 4.1.

⁸⁶⁷ Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007), 35.

vorprogrammierte Gewinne. Die Emissionsbanken haben in dieser Zeit sehr zielgerichtet zugeteilt und nicht im bestmöglichen Interesse aller Kunden.

In der Durchführungspolitik sind alle zur Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses relevanten Aspekte zu berücksichtigen und zu gewichten. Hierzu zählen Kurs, Kosten, Schnelligkeit, Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung des Umfangs sowie die Art des Auftrages⁸⁶⁸. Für die Gewichtung sind die Professionalität des Kunden, Merkmale des Auftrags bzw der gegenständlichen Finanzinstrumente und der Ausführungsplätze⁸⁶⁹ zu berücksichtigen und ihre relative Bedeutung festzuhalten. Die Gewichtung ist nicht nach einem mathematischen Verfahren vorzunehmen, es genügt, wenn festgehalten wird, welchen Kriterien im Vergleich zu anderen größere Bedeutung zukommt⁸⁷⁰.

An diese Bewertung anschließend ist eine Liste mit den Ausführungsorten, für die sich der Anbieter entschieden hat, aufzustellen. Die Wahl ist ausführlich zu begründen und das Bewertungsverfahren selbst ist in Grundzügen zu beschreiben⁸⁷¹. Weisen zwei oder mehrere Ausführungsplätze die gleiche Eignung auf, so können sie nebeneinander als gleichwertig gelistet sein⁸⁷². Es kann aber im technischen Ordersystem einer dieser gleichwertigen Durchführungsplätze als primärer Ausführungsplatz eingerichtet werden⁸⁷³.

Aufgrund der verschiedenen Gattungen von Finanzinstrumenten und den unterschiedlichen Anforderungen an die Art und Weise ihrer Ausführung ist für

⁸⁶⁸ Vgl zu den einzelnen Kriterien *Zingel*, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (175).

⁸⁶⁹ Darunter sind zu verstehen: ein geregelter Markt, ein multilaterales Handelssystem (MTF), ein systematischer Internalisierer, ein Market Maker, ein sonstiger Liquiditätsgeber oder eine Einrichtung, die in einem Drittland eine vergleichbare Funktion ausübt.

⁸⁷⁰ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 611.

⁸⁷¹ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 610.

⁸⁷² *Zingel*, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (176).

⁸⁷³ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 612.

jede Art⁸⁷⁴ von Finanzinstrument eine eigene Durchführungspolitik auszuarbeiten. Führt der Anbieter das Geschäft nicht selbst aus, sondern leitet er es an andere Einrichtungen zur Ausführung weiter, so sind diese pflichtgemäß auszuwählen. Es sind Institute zu wählen, die nach Grundsätzen arbeiten, die der eigenen Durchführungspolitik entsprechen und die Ausführungsqualität ist regelmäßig zu kontrollieren⁸⁷⁵.

Besteht die Möglichkeit, dass eine Order an mehreren konkurrierenden Plätzen ausgeführt wird, so sind zu ihrer Vergleichbarkeit die Provisionen des Anbieters und die Kosten der Ausführung in die Bewertung einzubeziehen. Diese Verpflichtung gilt anders als nach MiFID für alle Kunden und soll verhindern, dass der „Rechtsträger über die Strukturierung von Provisionen und Margen indirekt Einfluss auf das für den Kunden günstigste Ergebnis“⁸⁷⁶ nimmt. Ein Anbieter darf nicht unterschiedliche Provisionen in Rechnung stellen, wenn diese nicht den tatsächlichen Unterschieden an den Ausführungsplätzen entsprechen. Ein Vergleich mit anderen Rechtsträgern wird allerdings nicht gefordert⁸⁷⁷.

Mit Einhaltung der Durchführungspolitik sollte das bestmögliche Ergebnis für den Kunden erreicht werden. Gibt dieser dem Anbieter eine Weisung zur Ausführung an einem bestimmten Ausführungsplatz, so geht die Weisung der Durchführungspolitik vor. Durch Befolgung der Weisung wird vermutet, dass der Rechtsträger im bestmöglichen Interesse des Kunden handelt⁸⁷⁸. Sie entkräftet aber nur jenen Teil der Durchführungspolitik, der ihr widerspricht⁸⁷⁹. Privatkunden sind mit einer klaren und deutlichen Warnung vor eventuell unvernünftigen

⁸⁷⁴ Zumindest für Aktien, Schuldverschreibungen, börsengehandelte und nicht-börsengehandelte Derivate. Vgl. dazu Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (176).

⁸⁷⁵ Zuffer, Best Execution Policy nach dem WAG 2007, ecolex 2008, 10 (12).

⁸⁷⁶ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 338.

⁸⁷⁷ Harrer, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (108).

⁸⁷⁸ Zahradnik/Gutmann in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 166.

⁸⁷⁹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 337.

Weisungen zu schützen. Die Weisung darf weder implizit noch explizit vom Anbieter selbst veranlasst worden sein. Weiters muss sie auf informierter Basis erfolgen. Die Pflicht zur bestmöglichen Orderausführung wandelt sich hier in eine Pflicht, dem Kunden eine informierte Entscheidung zu ermöglichen⁸⁸⁰. Eine Zurverfügungstellung der entsprechenden Links zu den Informationsseiten der jeweiligen Ausführungsplätze dürfte in der Regel ausreichen⁸⁸¹.

Ist in der Durchführungspolitik vorgesehen, dass Aufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausgeführt werden dürfen, so besteht eine Hinweispflicht seitens des Anbieters. Der Kunde muss hier im Vorhinein ausdrücklich zustimmen. Diese Zustimmung kann einzeln oder in Form einer allgemeinen Vereinbarung erfolgen.

Auf Anfrage muss dem Kunden nachgewiesen werden, dass sein Auftrag in Einklang mit der Best Execution Policy durchgeführt wurde. Die Beweislast liegt also beim Rechtsträger⁸⁸².

Die Anbieter sind verpflichtet, ihre Kunden in geeigneter Form über die Durchführungspolitik zu informieren, wobei eine zusammenfassende Darstellung ausreicht⁸⁸³. In diesem Zusammenhang bedeutet „geeignet“ eine angemessene Information in verständlicher Weise⁸⁸⁴ und dass hinsichtlich Umfang und Verständlichkeit auf die jeweilige Kundenkategorie Bedacht zu nehmen ist⁸⁸⁵. Die Information kann auch in der Vertragsurkunde enthalten sein⁸⁸⁶. Die Anleger müssen vor erstmaliger Ausführung der Wertpapierdienstleistung der Best

⁸⁸⁰ Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (178).

⁸⁸¹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 614.

⁸⁸² Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 338.

⁸⁸³ Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (176).

⁸⁸⁴ CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007, Q&A, Punkt 19.1.

⁸⁸⁵ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 616.

⁸⁸⁶ Zuffer, Best Execution Policy nach dem WAG 2007, ecolex 2008, 10 (11).

Execution Policy zustimmen⁸⁸⁷. Diese Zustimmung kann auch im Rahmen von AGB erteilt werden⁸⁸⁸. Bei Aufträgen außerhalb eines geregelten Marktes oder MTF ist allerdings wie oben ausgeführt eine ausdrückliche Zustimmung des Kunden erforderlich, womit eine Zustimmung über AGB ausscheidet⁸⁸⁹.

Werden die Ausführungsgrundsätze im Nachhinein wesentlich geändert, müssen die Rechtsträger ihre Kunden informieren. Wesentlich sind Änderungen, die für den Kunden relevant sind um eine Entscheidung auf informierter Basis zu treffen⁸⁹⁰ und nicht interne organisatorische Maßnahmen⁸⁹¹. Eine neuerliche Zustimmung ist allerdings nicht nötig⁸⁹².

Die Dienstleister sind verpflichtet, ihre Durchföhrungspolitik und die in diesem Zusammenhang getroffenen Maßnahmen laufend auf ihre Wirksamkeit und Effektivität hin zu überwachen. Zusätzlich ist die gesamte Best Execution Policy einmal im Jahr bzw bei wesentlichen Änderungen einer vollständigen Überprüfung zu unterziehen. Werden Mängel festgestellt, sind diese umgehend zu beheben. Da die Ausführungsgrundsätze nicht der Sicherstellung der besten Ausführung im Einzelfall dienen, sollten die Anforderungen an die Überprüfung nicht überspannt werden und stichprobenartige Untersuchungen ausreichend sein⁸⁹³.

⁸⁸⁷ Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (176).

⁸⁸⁸ Zahradnik/Gutmann in Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008), 165.

⁸⁸⁹ Gruber in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 614.

⁸⁹⁰ CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007, Q&A, Punkt 18.1.

⁸⁹¹ Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 341.

⁸⁹² Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173 (177).

⁸⁹³ Zingel ebenda.

8.1.1 Sondervorschriften für Privatkunden

Bei Erbringung der gegenständlichen Dienstleistungen für Privatkunden ist das bestmögliche Ergebnis ausschließlich nach dem Gesamtentgelt zu ermitteln. Das umfasst die mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten sowie den Preis für das gehandelte Finanzinstrument. Diese verstehen sich inklusive Ausführungsplatzgebühren, Clearing- und Abwicklungsgebühren sowie allen sonstigen Gebühren, die an Dritte, die an der Ausführung mitwirken, zu zahlen sind. Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Ausführung können aber auch relevant werden, wenn sie dazu beitragen, für den Anleger in Bezug auf das Gesamtentgelt das bestmögliche Ergebnis zu erzielen⁸⁹⁴. In diesem Zusammenhang ist *Gruber*⁸⁹⁵ zuzustimmen, wenn er auf die Wichtigkeit der Liquidität hinweist. Ein Ausführungsplatz an dem das Geschäft nur mit größerer Verzögerung oder starken Preisausschlägen durchgeführt werden kann, kann bezogen auf die Spesen gar nicht so günstig sein, dass immer noch das bestmögliche Ergebnis für den Kunden erzielt werden kann.

Rechtzeitig vor Erbringung der Dienstleistung sind Privatkunden Informationen über die Durchführungspolitik zu übermitteln. Der Kunde muss ausreichend Zeit haben, sich mit den Informationen auseinander zu setzen und so trotz seiner geringen Erfahrung eine informierte und rationale Anlageentscheidung treffen zu können⁸⁹⁶. Die Darstellung der Best Execution Policy hat jedenfalls zu erklären, wie die relevanten Kriterien gewichtet wurden und sie hat eine Liste mit den ausgewählten Ausführungsplätzen zu enthalten. Der Privatkunde muss deutlich gewarnt werden, dass Weisungen der Durchführungspolitik vorgehen und somit bei Vorliegen von Weisungen die Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses nicht garantiert werden kann. Diese Warnung kann standardisiert erfolgen. Die geforderten Informationen sind auf einem dauerhaften Datenträger⁸⁹⁷ oder unter

⁸⁹⁴ Harrer, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007, 98 (108).

⁸⁹⁵ *Gruber* in *Gruber/N Raschauer*, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 620.

⁸⁹⁶ *Gruber* ebenda.

⁸⁹⁷ Zum dauerhaften Datenträger vgl. die Ausführungen unter 7.2.4, Seite 162 ff.

den Voraussetzungen des § 16 WAG auf der Website des Anbieters zur Verfügung zu stellen.

Nach Auffassung von CESR sind Privatkunden auf Verlangen zusätzliche Informationen zukommen zu lassen, wenn dieses Ansinnen vernünftig und verhältnismäßig ist⁸⁹⁸. Insbesondere dann, wenn die Informationen für eine wohlüberlegte Entscheidung notwendig sind.

8.2 Bearbeitung von Kundenaufträgen

Um die bestmögliche Durchführung von Kundenaufträgen zu erreichen, hat ein Rechtsträger Verfahren festzusetzen, die unverzügliche redliche und rasche Abwicklung der Kundenaufträge im Verhältnis zu anderen Kundenaufträgen oder den Handelsinteressen des Rechtsträgers gewährleisten. Dafür sind alle Interessenkonflikte zu lösen. Bei vertikalen Interessenkonflikten geht das Kundeninteresse dem des Anbieters vor, bei horizontalen Interessenkonflikten bietet das Prioritätsprinzip die Lösung⁸⁹⁹. Machen die Art des Auftrags oder die vorherrschenden Marktbedingungen dies unmöglich oder ist im Interesse des Kunden anderweitig zu handeln, kann von einer Ausführung der Reihe nach abgegangen werden. Bei letzterem Fall sollte sich der Anbieter, wenn dies möglich ist, im Zweifel die Zustimmung des Kunden einholen⁹⁰⁰. Die Order darf dann etwa pro rata aufgeteilt werden. Die Kundenaufträge müssen zu diesem Zweck unverzüglich korrekt registriert und zugeordnet werden. Ist ein Interessenkonflikt dennoch nicht gänzlich zu vermeiden, so besteht allen Kunden gegenüber eine Offenlegungspflicht⁹⁰¹. Gibt es sonst wesentliche Schwierigkeiten, die eine Ausführung des Auftrags beeinträchtigen könnten, sind Privatkunden unverzüglich zu informieren. Warum nur Privatkunden in diese

⁸⁹⁸ CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007, Q&A, Punkt 15.2.

⁸⁹⁹ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 348.

⁹⁰⁰ Rabl in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 622.

⁹⁰¹ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 348.

Verpflichtung mit einbezogen werden, ist unklar. Nach zivilrechtlichen Grundsätzen besteht eine solche Warnpflicht jedenfalls für alle Kunden⁹⁰².

Bei der Bearbeitung des Kundenauftrags sind Finanzinstrumente und Gelder unverzüglich und korrekt auf das entsprechende Konto des Kunden zu buchen und der Missbrauch jeglicher in Zusammenhang mit Kundenaufträgen erlangter Informationen ist unzulässig.

Den Transparenzpflichten der MiFID folgend gibt es eine Besonderheit bei Kundenlimitaufträgen in Aktien, die an einem geregelten Markt zugelassen sind. Können solche Orders nicht unverzüglich ausgeführt werden, so sind sie in einer für die anderen Marktteilnehmer leicht zugänglichen Art und Weise zu veröffentlichen. Wird die Order an einen geregelten Markt oder MTF weitergeleitet und dort ein Orderbuchhandelssystem betrieben, so ist eine solche Veröffentlichung nicht gefordert. Durch das Einstellen der Order und deren Sichtbarkeit in der sogenannten Markttiefe ist die geforderte Transparenz gegeben und die Order kann bei erster Gelegenheit leicht ausgeführt werden. Quotierungsgetriebene Handelssysteme ermöglichen diese Vorgangsweise nicht⁹⁰³.

Darüber hinaus hat die FMA von ihrer in § 55 Abs 2 WAG verankerten Verordnungsermächtigung Gebrauch gemacht und Rechtsträger für den Fall, dass der Limitauftrag im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang sehr groß ist, von der Bekanntmachungsverpflichtung befreit⁹⁰⁴.

Grundsätzlich sind alle Aufträge von einander getrennt zu bearbeiten. Unter bestimmten kumulativen Voraussetzungen dürfen allerdings mehrere Kundenaufträge und auch Kundenaufträge mit Geschäften auf eigene Rechnung

⁹⁰² Rabl in Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010), 622.

⁹⁰³ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 346.

⁹⁰⁴ § 1 Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Ausnahmen von der Bekanntmachungspflicht bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen und im Rahmen der Handelstransparenz (Handelstransparenzausnahmen- Verordnung – HTAusV), BGBl II 2007/214.

zusammengelegt werden. Als erstes darf nicht von vorneherein zu erwarten sein, dass die Zusammenlegung für alle Betroffenen nachteilig sein wird. Was sich wohl von selbst versteht. Ist die Zusammenlegung nur für bestimmte Kunden von Nachteil, so gilt das Verbot nicht. Als zweite Voraussetzung ist eine Mitteilungspflicht, dass die beabsichtigte Zusammenlegung für den Kunden unter Umständen nachteilig sein kann vorgesehen. Allerdings sind Rechtsträger bei solchen horizontalen Interessenkonflikten ohnedies dazu verpflichtet, den betroffenen Kunden den Interessenkonflikt und möglichen Nachteil offenzulegen⁹⁰⁵. Die grundsätzlichen Bestimmungen der §§ 34 f WAG werden hier nicht verdrängt. Somit bleibt als dritte und einzige eigentliche inhaltliche Voraussetzung für die Zusammenlegung von Kundenaufträgen die Verpflichtung, verbindliche Leitlinien für die Zuordnung von Aufträgen festzulegen. In diesen Leitlinien sind Vorkehrungen für den Fall zu treffen, dass ein zusammengelegter Auftrag nur teilweise ausgeführt werden kann.

Soll ein Kundenauftrag mit einem Geschäft auf eigene Rechnung zusammengelegt werden, so darf die Abwicklung - wie auch nach der allgemeinen Regel zu den Interessenkonflikten - nicht nachteilig für den Kunden sein. Im Fall einer nur teilweise ausgeführten Order ist der Kundenorder der Vorrang zu geben. Der Rechtsträger hat dazu gesonderte verbindlich einzuhaltende Leitlinien festzusetzen. Kann der Auftrag gar nicht bzw nicht zu gleichen günstigen Bedingungen ausgeführt werden, dann darf der Anbieter sofern er dies schlüssig darlegen kann für die Zwecke der Zuordnung von Aufträgen Nostro-Orders wie Kunden-Orders behandeln⁹⁰⁶ und eine anteilmäßige Aufteilung vornehmen.

⁹⁰⁵ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 350.

⁹⁰⁶ Kreisl in Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008), 351.

9. Zusammenfassung und Fazit

Die sogenannte Sub-Prime Immobilienkrise in den USA hat sich zu einer weltweiten Finanzkrise ausgeweitet die zum Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers und nachfolgenden Rettungsaktionen verschiedenster Staaten für ihre großen Geldinstitute geführt hat. Im Zuge der damit einhergegangenen Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten haben Heerscharen von Anlegern viel Geld verloren. In Österreich sind vor allem die mit Strukturvertriebs-Gesellschaften zusammenhängenden Fälle wie Meinl, Immofinanz und AvW sowie die wertlosen Garantien durch Lehman bei einer Fülle an strukturierten Produkten und die Pleiten von Madoff-Fonds stark medienpräsent.

Zudem ist ein immer stärker werdendes Verlangen, nach angloamerikanischem Vorbild für alles einen Schuldigen zu finden und diesen dafür zahlen zu lassen, feststellbar. Diese Kombination hat eine Fülle an Schadenersatzprozessen zur Folge. Auch in Zukunft wird die Entwicklung, wie der Verfasser dieser Arbeit meint, in diese Richtung weitergehen. Spätestens bei der nächsten schärferen Korrektur an den Märkten bzw bei zu befürchtenden Malversationen von Marktteilnehmern ist die nächste Welle an Klagen vorprogrammiert.

Vor diesem Hintergrund und aufgrund der Tatsache, dass das Veranlagungen suchende Publikum immer größer wird, sind klare Spielregeln für Wertpapierdienstleistungen, zum einen um Anleger zu schützen, aber auch um den Anbietern Rechtssicherheit zu gewähren, unumgänglich. Die auf europäischer Ebene initiierte Festlegung dieser Spielregeln in Form von Wohlverhaltensregeln ist ein Schritt in die richtige Richtung und stellt mit der Umsetzung der MiFID durch das WAG 2007 nunmehr bald zwei Jahrzehnte nach Erlassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ISD ein brauchbares Gerüst für die Beurteilung der Rechtsbeziehung zwischen Anbieter und Anleger dar.

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht bilden die Wohlverhaltensregeln ein Vehikel, die Rahmenbedingungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen so zu gestalten, dass bei ihrer Einhaltung - die von der Aufsichtsbehörde kontrolliert wird - Falschberatung erst gar nicht passieren sollte.

Ganz wesentlich dafür ist die Verpflichtung zum Eignungs- bzw Angemessenheitstest. Durch die Einholung verschiedener Angaben wird herausgefiltert, was das richtige Produkt für den Kunden ist. In diesem Zusammenhang muss aber natürlich auch der zusätzlich geforderte Informationsfluss von Seiten des Rechtsträgers zum Kunden funktionieren. In diesem Punkt brachte MiFID keine großen inhaltlichen Neuerungen.

Begrüßenswert sind die klaren Regelungen für das beratungsfreie Geschäft und über die Verbote des § 14 WAG 1996 hinausgehende Regelungen zur Orderausführung. Das Bekenntnis zu einem Geschäftsmodell für Kunden, die keine Beratung wünschen, dafür aber ihre Transaktionen zu günstigeren Konditionen abwickeln können, trägt den Bedürfnissen des Marktes Rechnung. Die Verpflichtung zur „best execution“ geht über die Verbote zu Insiderhandel bzw Marktmanipulation hinaus. Es soll der beste am Markt erzielbare Preis für den Kunden erreicht werden.

Deutlich ausführlicher und weiterreichender sind auch die Bestimmungen zu Interessenkonflikten. Vor allem das Verbot zur Annahme von Vorteilen, wenn es auch ganz schön aufgeweicht ist, sollte zur objektiven Produktauswahl beitragen.

Insgesamt stellen die Wohlverhaltensregeln des WAG 2007 einen guten Anhaltspunkt dafür dar, wie ein Rechtsträger bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen vorzugehen hat, damit die Gefahr eines erfolgreichen Schadenersatzanspruchs des Kunden möglichst gering gehalten werden kann. Nicht vergessen werden darf natürlich, dass, ungeachtet der möglichen zivilrechtlichen Folgen, eine Nichteinhaltung der gegenständlichen Bestimmungen jedenfalls verwaltungsstrafrechtliche Konsequenzen mit Geldstrafen von bis zu EUR 50.000,- nach sich zieht.

Schwierigkeiten bei der Regelung von Wertpapierdienstleistungen bereitet sicherlich das Spannungsverhältnis zwischen Schutz und Bevormundung der Anleger. Auf der einen Seite scheint es geboten, bestimmte Kunden vor ihren geplanten Handlungen zu warnen bzw sogar das angestrebte Geschäft zu untersagen, andererseits darf ein Anleger nicht daran gehindert werden, seine Entscheidung auch umzusetzen.

Hier liegt der Ball nun bei den Gerichten, die hoffentlich das nötige Augenmaß anwenden werden, wenn es darum geht, zu entscheiden, ob der Anbieter wirklich einem schutzbedürftigen Anleger falsche Beratung zuteil werden hat lassen, oder ob der Kunde nur versucht, seinen fehlenden Anlageerfolg im Wege des Schadenersatzes zurückzuholen. Letzteres darf natürlich nicht passieren. Anleger müssen auch zu ihren Entscheidungen, die sie auf informierter Basis treffen, unabhängig davon, ob die Information selbst beschafft wurde oder durch den Rechtsträger vermittelt wurde, stehen. Die Aufsichtsbehörde ist angehalten, eklatante Missstände, die im Zuge von regelmäßigen Prüfungen zutage kommen, aufzuzeigen und zu ahnden, um den Anbieter anzuhalten, diese abzustellen.

10. Literaturverzeichnis

Arendts, Die Haftung der Banken für fehlerhafte Anlageberatung nach der neueren deutschen Rechtsprechung, ÖBA 1994

Arendts, Betrügerische Verhaltensweisen bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung, ÖBA 1996

Assmann, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 2007

Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz ² (1999)

Ausschuss der Weisen, Schlussbericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (2001)

Avancini/Iro/Koziol, Österreichisches Bankvertragsrecht II (1993)

BAFin, 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 (2001)

bankundbörse, 25/2007

Brand, Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Namen und auf Rechnung von Wertpapierdienstleistern und Versicherungen, ecolex 2001

Brandl/Hohensinner, Finanzdienstleistungen im Fernabsatz, ÖBA 2003

Brandl/Klausberger, „Ausstrahlungstheorie“ – Zum Verhältnis zwischen
Aufsichtsrecht und Zivilrecht nach MiFID und WAG, ZFR 2009

Brandl/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht, Band 1 (2005)

Brandl/Saria, Praxiskommentar zum WAG (2008)

Braumüller/Ennöckl/Gruber/Raschauer, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008)

Bröker, Vertraglich gebundene Vermittler – eine grenzüberschreitende
Betrachtung, ZFR 2008

Buchinger/Zivny, Informationspflichten, Ausführung und Reporting bei der
Vermögens-/Portfolioverwaltung, ecolex 2008

Bydlinski, Aufklärungspflichten der Bank bei Geschäften mit Wertpapieren und
Derivaten nach österreichischem Recht, RIW 1996

CESR, Charter (2001)

CESR, A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of
Conduct Business Rules; (CESR/01-014d), (2002)

CESR, A European Regime of Investor Protection – The Professional and the
Counterparty Regimes; (CESR/02-098b), (2002)

CESR, Recommendation for the implementation of Directive 2004/39/EC;
(CESR/07-337), (2007)

CESR, Best Execution under MiFID (CESR/07-320), May 2007

CESR, Inducements under MiFID (CESR/07-228b), May 2007

CESR, A consumer`s guide to MiFID – Investing in financial products, March 2008

CESR, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance (CESR/08-36), March 2008

Damjanovic, Zur Entstehung und zu gegenwärtigen Problemen der zivilrechtlichen Haftung für fehlerhafte Anlageberatung (2004)

Die Presse, 10.05.2004

Die Presse, 15.07.2005

Die Presse, 29.04.2008

Die Presse, 28.06.2010

Europäische Kommission, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan (1999)

Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission – Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (2000)

Europäische Kommission, Markt/G/3/MV D (2007)/2386

Feuchtmüller/Lucius/Schaffer, Börsegesetz und WAG (1999)

FMA, Hinweise für Anleger

FMA, Pflichtenheft für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2004)

FMA, Rundschreiben der FMA zur Interessenkonfliktproblematik bei bestimmten Vergütungssystemen (2009)

Fleischer, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das
Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2006

Foelsch, EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale
Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in
den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007

fonds professionell Online, 17.10.2006

Forstinger, Die neue OGAW-Richtlinie für Investmentfonds (UCITS III), ÖBA
2002

Forstinger/Pradler, Der aktuelle Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für
Finanzinstrumente (ISD2), ÖBA 2004

Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, Kommentar zum Wertpapier-
aufsichtsgesetz (1998)

Future Banking, Ausgabe 1 2007

Gancz, Zur Architektur des Kapitalmarktrechts, ÖBA 2004

Goldmann, Die ISD und ihre Umsetzung in Österreich, ÖBA 1998

Graf, Anlageberaterhaftung – quo vadis?, ZFR 2009

Gruber, BGH 6.7.1993, XI ZR 12/93, ÖBA 1994

Gruber, Rechtsfolgen der Verletzung von Wohlverhaltenspflichten im WAG,
ecolex 2008

Gruber, Wertpapierdienstleistungen und Interessenkonflikte, ZFR 2009

Gruber/N Raschauer, Wertpapieraufsichtsgesetz (2010)

Haghofer/Mayer, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes aus Sicht des Konsumentenschutzes, ÖBA 1997

Harrer, Neufassung der Wohlverhaltensregeln aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und ihre Durchführungsbestimmungen, ÖBA 2007

Heybey, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008

Holoubek/Potacs, Handbuch des öffentlichen Wirtschaftsrechts Band II² (2007)

Honsell, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei der Vermögensanlage, ÖBA 1999

Iro, OGH 15.7.1993, 7 Ob 575/93, ÖBA 1994

Kalss, Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ÖBA 1995

Kalss, Wie oft ist ein Wertpapierkunde nach seinen finanziellen Verhältnissen und Anlageinteressen zu fragen?, ecolex 2004

Kalss, Lamfalussy – Segen oder Fluch für das Kapitalmarktrecht?, ÖBA 2007

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005)

Kasten, Das neue Kundenbild des § 31 a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007

Karpf, Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz (2000)

Karpf, Der Lamfalussy-Prozeß, Bestandsaufnahme und Ausblick, ÖBA 2005

Karpf/Kuras-Eder, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht,
ÖBA 2002

Knobl, Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung, ÖBA 1995

Knobl, Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?, ÖBA
1997

Knobl, Die Wohlverhaltensregeln der §§ 11 bis 18 des österreichischen
Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA 1997

Knobl/Hysek, Aktuelle Praxisfragen des Wertpapieraufsichtsgesetzes, ÖBA
2001

Koch, Von Rücktritten und Retrozessionen, ÖBA 2008

Koziol, OGH 14.7.1994, 8 Ob 649/93, ÖBA 1995

Koziol, Die Haftung der depotführenden Bank bei Provisionsvereinbarungen mit
externen Vermögensverwaltern ihrer Kunden, ÖBA 2003

Kunath, Verhaltensregeln zur Anlageberatung, ecolex 1995

Lucius, Der Standard Compliance Code des österreichischen Bankwesens,
ÖBA 1994

Lucius/Resch, Die Umsetzung von Analysestandards in Österreich – Ein
Regulierungsmodell für Europa?, ÖBA 2005

Majcen, Moderne Anforderungen der europäischen Investmentbranche ... ist
UCITS IV nötig?, ÖBA 2004

Marenzi/Sindelar, Von der MiFID zum WAG 2007 (2008)

Oppitz, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-) Derivaten, ÖBA 1999

Oppitz, Neue Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ÖBA 2002

Oppitz, AEDBF-Symposion im November 2003, ÖBA 2004

Oppitz, OGH 20.1.2005, 2 Ob 236/04a, ÖBA 2005

Oppitz, Das „Execution-only-Geschäft neu“, ÖBA 2007

Pfeifer, Einführung der Dokumentationspflicht für das Beratungsgespräch durch § 34 Abs. 2a WpHG, BKR 2009

Portfolio International, Ausgabe 9, November 2004

Pradler/Resch, Die neuen Level 2-Entwürfe der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – eine Herausforderung für Wertpapierfirmen, ZFR 2006

Raschauer, Grundriß des österreichischen Wirtschaftsrechts (1998)

Rehbein, Banken und Bankgeschäfte im Spiegel des Rechts, ÖBA 2001

Rozok, Tod der Vertriebsprovisionen oder Alles wie gehabt?, BKR 2007

Rudorfer, Leitfaden zur Anwendung der Wohlverhaltensregeln des WAG, ÖBA 1998

Schrank, Die Aufklärungspflichten von Banken bei der Anlageberatung und Anlagenfinanzierung (2000)

Schutte, Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes unter Berücksichtigung weiterer Regelungen im Finanzdienstleistungssektor (2002)

Schiereck/Viebahn, Informationsbereitstellung durch das Berichtswesen von Vermögensverwaltungen, ÖBA 2006

Sindelar, Die neue Kundenklassifizierung nach der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), ÖBA 2007

Steiner, Anlageberaterhaftung (2010)

Teuber, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006

Tichy, Der neue Komitologiebeschluss, ZfRV 2000

Tojner/Krendl, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarkts, ÖBA 2001

Tutsch, Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht, ecolex 1995

Vortmann, Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos, ÖBA 1994

Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken (1999)

Welser, Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes, ecolex 1995

Wilhelm, Drittfinanzierte Vermögensanlage – Sonnenschein und Wolken, ecolex 1995

Wilhelm, Kollision zwischen Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage, ecolex 1995

Wilhelm, Zur Aufklärungs- und Geheimhaltungspflicht der Bank bei finanzierter Vermögensanlage – ein Epilog, ecolex 1996

Wilhelm, Inducements nach Wertpapieraufsichtsgesetz neu, ecolex 2007

Winternitz, Wertpapieraufsichtsgesetz (1998)

Winternitz/Aigner, Die Haftung des Anlageberaters für fehlerhafte Beratung (2004)

Winternitz/Aigner, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (2007)

Winternitz/Steinmair, Finanzdienstleistungsassistent – deleted or reloaded?, ZFR 2009

WKO, Newsletter WAG 2007: Eignungstest , vom 30.6.2008

WKO, Newsletter WAG 2007: Angemessenheitstest , vom 4.11.2009

Wolfbauer/Brandl, Anlegerschutz-Konferenz, ÖBA 2000

Zahradnik, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997)

Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007

Zingel/Rieck, Die neue BGH-Rechtsprechung zur Offenlegung von Rückvergütungen, BKR 2009

Zuffer, MiFID – Neuer Ordnungsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, ecolex 2007

Zuffer, Best Execution Policy nach dem WAG 2007, ecolex 2008

11. Anhang

11.1 Abstract

Durch die rasante Entwicklung verschiedenster immer komplexer und undurchsichtiger werdender Veranlagungs-Produkte und der immer unberechenbarer und volatiler werdenden Börsen stehen der europäische und auch die nationalen Gesetzgeber vor der großen Herausforderung, klare Spielregeln für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen aufzustellen. Aus Gründen des Anlegerschutzes aber auch aus Rechtssicherheit für die Anbieter sind solche klaren Vorgaben unerlässlich.

Mit der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und in deren Umsetzung durch das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007) in Österreich liegt nun ein umfassender Katalog der bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu beachtenden Pflichten vor. Diese unter dem Begriff „Wohlverhaltensregeln“ zusammengefassten Bestimmungen sind Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Sie richtet sich sowohl an die Anbieter, um ihnen einen Überblick darüber zu geben, welche Pflichten sie einzuhalten haben, als auch an die Kunden, um aufzuzeigen, wo besondere Vorsicht geboten ist.

Neben einer Abhandlung der Entwicklung des Wertpapieraufsichtsrechts bis hin zum aktuellen WAG werden Begriffsdefinitionen gegeben und danach die einzelnen relevanten Vorschriften dargestellt. Der Schwerpunkt der Ausführungen liegt bei den Bestimmungen zur Pflicht im Interesse des Kunden zu handeln und bei den im Beratungsgespräch essentiellen Informationspflichten. Abschließend werden die Bestimmungen zur bestmöglichen Ausführung des Kundenauftrags behandelt.

Praktische Beispiele sollen die Problemstellungen anschaulicher gestalten und es wird versucht, darzustellen, dass es auf der einen Seite selbstverständlich

umfangreiche Verpflichtungen für die Anbieter von Wertpapierdienstleistungen ihren Kunden gegenüber gibt, diese aber nicht so weit gefasst werden dürfen, dass es zu einer völligen Bevormundung der Anleger kommt. Wurden die notwendigen Informationen anschaulich und verständlich vermittelt, dann muss der Kunde auch zu seiner Entscheidung stehen.

11.2 Lebenslauf

Name: Mag. iur. Walter Harecker
Geburtsdatum: 11. 03. 1974 in Wien
Familienstand: verheiratet, eine Tochter (geboren 2009)

Arbeitserfahrung:

seit 08/2010	Senior Fonds Manager, Prokurist; Semper Constantia Invest GmbH
06/2009-07/2010	Senior Fonds Manager; CPB Kapitalanlage GmbH
01/2005-05/2009	Senior Portfolio Manager; Constantia Privatbank AG
08/2001-12/2004	Portfolio Manager; Asset Management GmbH, Vermögensverwaltung der Bank Austria Creditanstalt Gruppe
10/2000-06/2001	Grundwehrdienst, Gardebataillon u Militärkommando Wien
02/2000-08/2000	Trading Assistent Securities Lending & Repo; Raiffeisen Zentralbank Österreich AG
09/1996-12/1999	Rechtsanwaltsgehilfe; Lattenmayer, Luks, Enzinger
07/1995	Ferialpraxis; Raiffeisenbank Wien

Weitere Tätigkeiten:

2004-2005 Vortragstätigkeit bei der Wiener Börse Akademie

2004 Trainer für die Bank Austria Creditanstalt

Ausbildung:

2003-2011 Doktoratsstudium der Rechtswissenschaften, Universität
Wien; Lehrveranstaltungen zu Bankenaufsicht und
Börserecht

1992-2002 Studium der Rechtswissenschaften, Universität Wien
Wahlfächer: Psychologie, Wirtschaftsrecht
Diplomarbeit: Finanzmarktaufsichtsrecht
Übungen amerikanischer Gastprofessoren aus Völker-
recht und US-Verfassungsrecht, Lehrveranstaltungen zu
Bankvertragsrecht

1984-1992 Bundessportrealgymnasium Wien XIV, Astgasse

1980-1984 Volksschule: Gumpendorferstraße, 1060 Wien

Weitere Ausbildung:

2002 VÖIG-Lehrgang für Fonds- u Portefeuillemanagement
Abschluss mit „Certified Portfolio Manager“ (CPM)