

# **Verständliche Risikoaufklärung und Schutz unkundiger Kleinanleger bei der Anlageberatung**

## **Inhaltsübersicht**

### **I. Einführung**

### **II. Zivilrechtlicher Grundsatz der verständlichen Risikoaufklärung**

1. Anlegergerechte Beratung
2. Neuerungen durch die Zinsswap-Entscheidung des BGH

### **III. Aufsichtsrechtliches Gebot der Verständlichkeit und Informationsmodell**

1. Anwendungsbereich für Anlageberater, Inhalt und Reichweite
2. Angesprochener Kundenkreis
  - 2.1 Unterschiedliche Gruppen von Privatkunden
  - 2.2 Individueller Kunde als Kundengruppe
3. Privatkundenleitbild
  - 3.1 Rückgriff auf Wertungen des § 31 Abs. 3 WpHG
  - 3.2 Mindestmaß an Verständnishorizont
  - 3.3 Faktische Vertriebsbeschränkungen
  - 3.4 Verlagerung des Verständnisrisikos auf den Berater?
  - 3.5 Informationsüberlastung
4. Unzureichender Schutz unkundiger Kleinanleger

### **IV. Kurzinformativblatt bei der Anlageberatung**

1. Unvereinbarkeit mit der MiFID
2. Leichte Verständlichkeit
3. Keine Differenzierung in Gruppen von Privatkunden
4. Privatkundenleitbild
  - 4.1 Mindestmaß an Verständnishorizont
  - 4.2 Faktische Vertriebsbeschränkungen und Verlagerung des Verständnisrisikos
  - 4.3 Informationsüberlastung
5. Unzureichender Schutz unkundiger Kleinanleger

### **V. Explorationspflicht und Geeignetheitsprüfung**

1. Keine Informationspflicht über das konkrete Finanzinstrument
2. Freiwillige, individuelle Risikoaufklärung
3. Risikoverständnis des Kunden
  - 3.1 Grundsatz: Keine Überprüfung des Verständniserfolgs
  - 3.2 Ausnahme: Überprüfung des Verständniserfolgs
    - 3.2.1 Voraussetzungen
    - 3.2.2 Durchführung der Verständnisprüfung: Nachfrage und Verständniserklärung
    - 3.2.3 Durchführung der Verständnisprüfung: Verständnistest
4. Schutz unkundiger Kleinanleger
5. Rechtsvergleichender Blick nach England

### **VI. Ausblick: MiFID II und Verordnungsvorschlag Basisinformativblatt**

1. Informationsmodell und verständliche Risikoaufklärung
  - 1.1 Informationen über den Zielmarkt des Finanzinstruments
  - 1.2 Basisinformativblatt
2. Beratungsmodell
3. Produktintervention

### **VII. Zinsswap-Entscheidung des BGH im Lichte des Aufsichtsrechts**

1. Ausstrahlungswirkung
2. Typisiertes Privatkundenleitbild vs. zivilrechtlicher individueller Schutzmaßstab
  - 2.1 Annäherungen der Schutzmaßstäbe

- 2.2 Vereinbarkeit zivilrechtlicher Typisierungen mit § 31 Abs. 4 WpHG
3. Faktische Vertriebsbeschränkungen
4. Verlagerung des Verständnisrisikos auf den Berater?
  - 4.1 Überprüfung des Verständniserfolgs im Ausnahmefall
  - 4.2 Überprüfung des Verständniserfolgs als Ersatz für die Erkundigungspflicht
5. Vermittlung eines realistischen Eindrucks von den Risiken
6. Informationsüberlastung

## VIII. Zusammenfassung in Thesen

### I. Einführung

Die Risikoaufklärung des Kunden bei der Anlageberatung muss aufsichts- und zivilrechtlich nicht nur vollständig und zutreffend, sondern auch verständlich sein. In der Diskussion zum Anlegerschutz in Wissenschaft und Praxis wird das Gebot der verständlichen Risikoaufklärung aber oftmals vernachlässigt. Dessen erhebliche Relevanz für den Anlegerschutz hat der BGH zuletzt im Zinsswap-Urteil<sup>1</sup> angedeutet. Das Gebot verständlicher Risikoaufklärung schützt Anleger auch vor Investitionen in für sie unverständliche Finanzinstrumente, indem es faktische Vertriebsbeschränkungen aufstellt. Diese Stärken seiner Schutzwirkung kann es insbesondere bei der Beratung von Kleinanlegern ausspielen, die keine oder nur geringe Kenntnisse von und Erfahrungen mit Finanzinstrumenten haben und nur über eine geringe Informationsverarbeitungskapazität verfügen (unkundige Kleinanleger). Die Reichweite und Wirksamkeit des informationsbasierten Anlegerschutzes ist vor allem für diese Kundengruppe mit etlichen Zweifelsfragen belegt.<sup>2</sup> Postuliert wird gar eine Schutzlosigkeit unkundiger Kleinanleger im Aufsichtsrecht.<sup>3</sup> Hier setzt der Beitrag an und erläutert aus dem Blickwinkel der Verständlichkeit der Kundeninformation den Schutz von unkundigen Kleinanlegern durch kundengruppenspezifische Risikoinformationen einerseits und durch eine individuelle Risikoaufklärung bei der Anlageberatung andererseits.

Der Beitrag stellt zunächst den zivilrechtlichen Grundsatz der verständlichen Risikoaufklärung vor und geht auf Neuerungen durch das Zinsswap-Urteil des BGH ein (II.). Danach setzt er sich mit dem aufsichtsrechtlichen Gebot der Verständlichkeit und dem in diesem Gebot verankerten Privatkundenleitbild auseinander (III.), bevor er die Optimierung des Informationsmodells durch das Kurzinformationsblatt bei der Anlageberatung kritisch bewertet (IV.). Im Anschluss legt der Beitrag dar, dass aus der aufsichtsrechtlichen Geeignetheitsprüfung bei der Anlageberatung die Überprüfung des Verständniserfolgs durch den Berater, Grenzen der Risikoaufklärung und faktische Vertriebsbeschränkungen an Kleinanleger fließen können (V.). Im darauffolgenden Abschnitt geht er der Frage nach, wie die MiFID II<sup>4</sup> und die bevorstehende Verordnung der EU zum Basisinformationsblatt das aufsichtsrechtliche Informations- und Beratungsmodell modifizieren (VI.). Abschließend ergründet er das Verhältnis zwischen den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an verständliche Risikoinformationen und den vom BGH in der Zinsswap-Entscheidung aufgestellten vertragsrechtlichen Aufklärungspflichten des Anlageberaters (VII.).

## II. Zivilrechtlicher Grundsatz der verständlichen Risikoaufklärung

### 1. Anlegergerechte Beratung

---

<sup>1</sup> WM 2011, 682.

<sup>2</sup> Siehe etwa *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 388.

<sup>3</sup> *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221, 232.

<sup>4</sup> Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente.

Aus dem zivilrechtlichen Grundsatz der anlegergerechten Beratung fließt, dass die Risikoaufklärung für den individuellen Kunden verständlich sein muss.<sup>5</sup> Eine Aufklärungspflichtverletzung des Beraters liegt vor, wenn er Risikoinformationen zwar formal erteilt, aber in einer unverständlichen Art und Weise präsentiert und damit für den Kunden nicht anlegergerecht darstellt.<sup>6</sup> Der Berater darf einem aufklärungsbedürftigen Kunden ein Finanzinstrument nur dann empfehlen, wenn der Kunde nach erfolgter Risikoaufklärung aus der Perspektive eines sorgfaltsgemäß handelnden Beraters die Risiken des empfohlenen Finanzinstruments verstehen kann, um darauf aufbauend eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu treffen.<sup>7</sup> Dieser Aspekt der anlegergerechten Beratung kommt in der forensischen Praxis aber selten zur Geltung.

## 2. Neuerungen durch die Zinsswap-Entscheidung des BGH

Mit seiner Zinsswap-Entscheidung vom 22.03.2011 hat der BGH die zivilrechtlichen Anforderungen an eine verständliche Risikoaufklärung für den Vertrieb von hoch komplexen und riskanten Finanzderivaten wie eines CMS Spread Ladder Swaps<sup>8</sup> verschärft.<sup>9</sup> Die Urteilsgründe werden im Teil VII. dieses Beitrags besprochen. In der Literatur herrscht nahezu Einigkeit darüber, dass für ein CMS Spread Ladder Swap nunmehr ein faktisches Vertriebsverbot an private Anleger bestehe, weil die vom BGH aufgestellten Aufklärungsanforderungen praktisch nicht erfüllt werden können.<sup>10</sup> Umstritten ist, ob der BGH auch ein subjektives Verständniserfordernis als Pflichteninhalt für die anlegergerechte Aufklärung zu hoch komplexen und riskanten Finanzinstrumenten aufgestellt hat, so dass sich der Berater vergewissern muss, dass der Verständniserfolg beim Kunden wirklich eingetreten ist.<sup>11</sup> Da der Verständniserfolg beim Kunden nur schwer nachweisbar ist, wird den Wertpapierdienstleistern geraten, eine Verständniserklärung vom Kunden einzuholen oder gar eine Erklärung des Kunden darüber, dass er auf das Verständnis des Finanzprodukts verzichte.<sup>12</sup> Allerdings erscheint es fraglich, ob der BGH das Verständnisrisiko auf den Berater verlagern wollte. Begründete Zweifel ergeben sich deshalb, weil die Äußerungen des BGH in die Diskussion über Ausnahmen von der Erkundigungspflicht des Beraters über die Risikobereitschaft des Kunden eingekleidet sind. Es ist daher wahrscheinlicher, dass der BGH über den „Umweg“ des Verständniserfor-

---

<sup>5</sup> Ständige Rechtsprechung seit BGH NJW 1993, 2433 (Bond). Aus der neueren Rechtsprechung: BGH WM 2014, 1221 Rdn. 16; BKR 2014, 23 Rdn. 20; BKR 2013, 17 Rdn. 20; WM 2012, 1520 Rdn. 16. Aus der Literatur: *Bamberger*, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 50 Rdn. 21; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 232; *Fritzsche*, Anlegerschutz bei Zertifikaten, 2012, S. 290; *Lang*, Informationspflichten, 2003, § 10 Rdn. 36; *Kohlert*, Anlageberatung und Qualität – ein Widerspruch?, 2009, S. 219.

<sup>6</sup> *Arendts*, DStR 1994, 1350, 1351 f.; *Braun/Lang/Loy*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl. 2011, Rdn. 306; *Müchler*, WM 2012, 974, 981.

<sup>7</sup> Vgl. OLG Karlsruhe BKR 2014, 205, 211 (hh); BGH WM 2011, 682 Rdn. 29; *Lieder*, GWR 2011, 175, 178.

<sup>8</sup> Diskutiert wird, welche weiteren Typen von Finanzinstrumenten so komplex und risikoreich sind, dass die gesteigerten Anforderungen an die Risikoaufklärung aus dem Zinsswap-Urteil auf sie übertragbar sind. Aus der Literatur: *Brenncke*, WM 2014, 1749, 1754; *Gundermann*, BKR 2013, 406, 407; *Koch*, BKR 2012, 485, 489 f.; *Lehmann*, JZ 2011, 749, 752; *Ruland/Wetzig*, BKR 2013, 56, 63 f. Aus der Rechtsprechung der Instanzgerichte: OLG Nürnberg WM 2013, 1897, 1900 f.; OLG Frankfurt v. 15.3.2013 – 10 U 16/12, Juris Rdn. 90 ff.; OLG Stuttgart WM 2012, 1829, 1832; OLG München WM 2012, 1716, 1718.

<sup>9</sup> WM 2011, 682. Das Urteil wird besprochen von *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 226 ff.; *Klöhn*, ZIP 2011, 762; *Köndgen*, BKR 2011, 283; *Lehmann*, JZ 2011, 749; *Spindler*, NJW 2011, 1920.

<sup>10</sup> *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 93; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 284; *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1747; *Harnos*, BKR 2014, 1, 6; *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1051; *Koch*, BKR 2012, 485, 490 f.; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 284; *Lehmann*, JZ 2011, 749, 750; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 469; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 163; *Weller*, ZBB 2011, 191, 195. A.A. *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 234 ff.

<sup>11</sup> So *Grigoleit*, Bankrechtstag 2012, 2013, S. 25, 44; *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1053 f.; *Koch*, BKR 2012, 485, 488; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 473 f.; *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67. A.A. *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 387; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 228 f.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 187.

<sup>12</sup> *Koch*, BKR 2012, 485, 490.

dernissen über die Risiken des empfohlenen Anlageprodukts indirekt feststellen wollte, ob die erforderliche Risikobereitschaft beim Kunden vorhanden war.<sup>13</sup>

Vorgeworfen wird dem BGH auch, dass die gesteigerten Anforderungen an eine verständliche Risikoaufklärung im Zinsswap-Urteil aufsichtsrechtlichen Wertungen widersprechen.<sup>14</sup> Um diese Kritik auf ihre Berechtigung zu überprüfen, sind zunächst die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine verständliche Risikoaufklärung zu untersuchen.

### III. Aufsichtsrechtliches Gebot der Verständlichkeit und Informationsmodell

#### 1. Anwendungsbereich für Anlageberater, Inhalt und Reichweite

Alle Informationen, die ein Anlageberater an Privatkunden (Kleinanleger) richtet, müssen „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sowie verständlich sein.<sup>15</sup> Diese Vorgaben aus dem deutschen Recht setzen mit Art. 19 Abs. 2 MiFID<sup>16</sup>, 27 Abs. 2 UAbs. 3 MiFID-DRL<sup>17</sup> vollharmonisierende<sup>18</sup> europarechtliche Normen um.

Das in § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV verankerte Gebot der Verständlichkeit konkretisiert das Tatbestandsmerkmal „eindeutig“ aus § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG.<sup>19</sup> Eindeutig ist eine Information, wenn sie für Kunden leicht erfassbar und verständlich ist.<sup>20</sup> Verständlich ist eine Information demnach, wenn die in ihr enthaltenen Angaben und Aussagen so deutlich dargestellt sind, dass der Kunde deren Bedeutung und Tragweite leicht erfassen kann.<sup>21</sup> Der Kunde muss die Bedeutung und Tragweite der Information ohne längere Prüfungen und Überlegungen und ohne weitere Erkundungen erkennen können.<sup>22</sup> Für eine transparente Risikodarstellung reicht es daher nicht aus, dass die Risiken nur aufgezählt werden. Erforderlich ist es ebenfalls, dem Kunden eine Vorstellung vom Ausmaß der Risiken zu vermitteln. Je höher die Risiken des Finanzinstruments sind, desto konkreter und detaillierter muss die Risikoinformation ausfallen.<sup>23</sup> Dies entspricht dem Maßstab, den der BGH an die Intensität der vertragsrechtlichen Risikoaufklärungspflicht eines Anlageberaters anlegt, die umso höher ausfällt, umso risikoreicher das Finanzprodukt ist.<sup>24</sup>

---

<sup>13</sup> Ebenso *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 227 f.

<sup>14</sup> *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1051, 1055 f.; *Koch*, BKR 2012, 485, 491; *Spindler*, NJW 2011, 1920, 1922.

<sup>15</sup> § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG, 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV. Siehe *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2013, § 31 Rdn. 160, 162 f.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 634. Ebenso für das Informationsblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a S. 1 WpHG BaFin, Rundschreiben 4/2013 (WA) – Auslegung gesetzlicher Anforderungen an die Erstellung von Informationsblättern gemäß § 31 Abs. 3a WpHG / § 5a WpDVerOV, 2013, Nr. 1; *Göres*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl., § 31 Abs. 3a WpHG Rdn. 37, 67 (Stand 04/2012).

<sup>16</sup> Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente.

<sup>17</sup> Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG zur MiFID.

<sup>18</sup> Ausführlich *Brenncke*, Regelung der Werbung im Bank- und Kapitalmarktrecht, 2013, S. 526 ff.; *Forschner*, Wechselwirkungen von Aufsichts- und Zivilrecht, 2013, S. 48 ff.; *Herresthal*, ZBB 2012, 89, 102. A.A. für Art. 19 Abs. 2 MiFID: *Ellenberger*, in: FS Nobbe, 2009, S. 523, 536 f.; *Roth*, ZBB 2012, 429, 438. A.A. für Art. 27 MiFID-DRL: *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 171, 179.

<sup>19</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 746; *Köhler*, WM 2009, 385, 386; siehe BaFin, Rundschreiben 4/2010 (WA) - MaComp in der Fassung vom 07.08.2014, BT 3.3.1 („im Interesse der Eindeutigkeit der Information“).

<sup>20</sup> Ausführlich *Brenncke* (Fn. 18), S. 669 ff.; s.a. *Köhler*, WM 2009, 385, 386 (verständlich); *Möllers*, in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 31 Rdn. 201 f. (verständlich); enger *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 57.

<sup>21</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 746; *Rothenhöfer*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31 WpHG Rdn. 105; *Wasserer*, Die Neuordnung des kapitalmarktrechtlichen Wohlverhaltens durch die MiFID, 2008, S. 132; siehe schon *Balzer*, in: Welter/Lang, Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr, 2005, Rdn. 7.40 (für § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F.).

<sup>22</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 746 f.; *Köhler*, WM 2009, 385, 386, Fn. 7; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 63 f.

<sup>23</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 751; *Köhler*, WM 2009, 385, 389; *Spindler*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2013, 33. Kap. Rdn. 85.

<sup>24</sup> Siehe BGH WM 2011, 682 Rdn. 29; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 235; *Wiechers*, WM 2012, 477, 480.

## **2. Angesprochener Kundenkreis**

### **2.1 Unterschiedliche Gruppen von Privatkunden**

Für den Verständnishorizont ist weder pauschal auf den individuellen Kunden noch generell auf das durchschnittliche Mitglied der Gruppe aller Privatkunden abzustellen, sondern auf den durchschnittlichen Angehörigen derjenigen Gruppe, an die sich die Risikoinformation richtet oder zu der sie wahrscheinlich gelangt.<sup>25</sup> Dies ergibt sich eindeutig aus den Wortlauten von Art. 27 Abs. 2 UAbs. 3 MiFID-DRL und § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV. Die Vorschriften sehen also Differenzierungen – je nach Reichweite der Informationsübermittlung – in verschiedene Verkehrskreise von Privatkunden vor. Zum Beispiel kann ein Anlageberater eine Informationsbroschüre über Anlagen in Derivate ausschließlich gegenüber seinen Privatkunden einsetzen, die regelmäßig Derivatetransaktionen durchführen. Ob diese Broschüre verständlich formuliert ist, beurteilt sich nach dem durchschnittlichen Verständnishorizont eines Mitglieds dieser Kundengruppe. Ein Durchschnittskunde, der regelmäßig mit Derivaten handelt, hat typischerweise einen höheren Sachverstand und Verständnishorizont über diese Finanzprodukte als der Durchschnittskunde der Gruppe aller (potenzieller) Privatkunden. Je weniger Erfahrungen und Kenntnisse der Durchschnittskunde des angesprochenen Verkehrskreises hat, desto einfacher und allgemeinverständlicher muss die Risikoinformation formuliert sein.<sup>26</sup>

### **2.2 Individueller Kunde als Kundengruppe**

In persönlichen Anlageberatungsgesprächen wird der Fall häufiger auftreten, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen Informationen individuell für einen Kunden erstellt und ausschließlich ihm gegenüber einsetzt. Dann ist der individuelle Kunde zugleich die Kundengruppe. Weder rechtspraktische Erwägungen noch Erwägungen der Rechtssicherheit sprechen gegen dieses Ergebnis, weil ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das bestimmte Informationen ausschließlich an einen individuellen Kunden richtet, dessen individuellen Verständnishorizont erkennen kann. Auch diese „Kundengruppe“ ist aber normativ überformt, so dass kein rein individueller Maßstab anzulegen ist. Wie Art. 27 Abs. 2 UAbs. 3 MiFID-DRL klarstellt, kommt es auf den „durchschnittlichen“ Angehörigen der Kundengruppe an. Dieses Wort bildet das typisierte Privatkundenleitbild ab.

## **3. Privatkundenleitbild**

### **3.1 Rückgriff auf Wertungen des § 31 Abs. 3 WpHG**

Um das dem § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV inhärente Privatkundenleitbild zu konkretisieren, kann auf Wertungen des § 31 Abs. 3 WpHG zurückgegriffen werden.<sup>27</sup> Dafür spricht Folgendes: Erstens wird das Gebot verständlicher Informationserteilung in den Wohlverhaltensregeln der MiFID ausdrücklich nur in Art. 19 Abs. 3 S. 1 MiFID erwähnt, der im deutschen Recht in § 31 Abs. 3 S. 1 WpHG umgesetzt ist. Konkretisiert wird es in der MiFID-DRL aber nicht im Rahmen des Art. 19 Abs. 3 MiFID, sondern des Art. 19 Abs. 2 S. 1 MiFID. Zweitens sind Abs. 2 und Abs. 3 des § 31 WpHG vielfältig miteinander verzahnt und bilden eine Ein-

---

<sup>25</sup> BaFin (Fn. 19), MaComp BT 3.3.1 Nr. 2; *Brenncke* (Fn. 18), S. 657, 745; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 62, 95; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1378; *Walz*, in: *Krimphove/Kruse*, MaComp, 2013, BT 3 Rdn. 41 f.; *Zeidler*, WM 2008, 238, 239.

<sup>26</sup> *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 62, 95; s.a. *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 90.

<sup>27</sup> Das Anlegerleitbild ist dem geltenden Recht zu entnehmen; siehe nur *Müllbert*, ZHR 177 (2013), 160, 178; *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134, 145.

heit,<sup>28</sup> denn Pflichtinformationen nach § 31 Abs. 3 WpHG sind Informationen i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG.

### 3.2 Mindestmaß an Verständnishorizont

Das Informationsmodell der §§ 31 Abs. 3 WpHG, 5 WpDVerOV unterstellt einem Privatkunden zunächst die Kapazität und Bereitschaft, die ihm übermittelten Information aufzunehmen und zu verarbeiten.<sup>29</sup> Das bedingt, dass der Kunde über eine gewisse Mindestbildung und ein Mindestmaß an Finanzwissen verfügt, um die Informationen verarbeiten zu können und eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu treffen.<sup>30</sup> Vorausgesetzt wird weiterhin mehr als eine nur geringe Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität, weil § 5 WpDVerOV einen umfangreichen Katalog an Pflichtinformationen enthält, die an Privatkunden zu übermitteln sind. Der Gesetzgeber erwartet von einem „durchschnittlichen“ Kunden außerdem, dass dieser eine Transferleistung seines Wissens vom abstrakten Produkttyp zum individuellen Finanzinstrument vollziehen kann.

Diese dem § 31 Abs. 3 WpHG inhärenten, normativen Wertungen kennzeichnen zugleich das Mindestmaß an Verständnishorizont, das unwiderleglich von einem Privatkunden jedes Verkehrskreises erwartet werden kann und soll.<sup>31</sup> Aus Gründen der Praktikabilität und der Rechtssicherheit unterstellt § 31 Abs. 3 WpHG zwingend einen Mindeststandard an Finanzwissen und Sachverstand beim Privatkunden. Fehlt einem konkreten Privatkunden dieses Mindestmaß an Verständnishorizont, ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht verpflichtet, dies bei der Kundeninformation nach § 31 Abs. 3 WpHG zu berücksichtigen, und der Kunde wird insoweit nicht durch das Gebot der Verständlichkeit geschützt.<sup>32</sup> Das gilt selbst dann, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Informationen ausschließlich an diese unkundigen Kleinanleger als Kundengruppe richtet. Konkrete normative Vorgaben zum Mindestmaß an Finanzwissen und zur Informationsverarbeitungskapazität eines durchschnittlichen Privatkunden lassen sich aber nicht selbst aus § 31 Abs. 3 WpHG ableiten.<sup>33</sup> Die Norm stellt nach ihrem Wortlaut darauf ab, dass die übermittelten Informationen für den Kunden „verständlich“ sein müssen. Da die Verständlichkeit einer Information auch vom zwingend vorausgesetzten Verständnishorizont abhängt, verläuft die Argumentation im Kreise. Soweit ganz überwiegend eine durchschnittliche Informiertheit bzw. durchschnittliche Kenntnisse eines Privatkunden für das Privatkundenleitbild gefordert werden,<sup>34</sup> bleibt ebenfalls offen, wie gut der durchschnittliche Privatkunde zumindest informiert sein soll und welchen konkreten Kenntnisstand ein durchschnittlicher Privatkunde zumindest haben muss.<sup>35</sup>

---

<sup>28</sup> Ebenso *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, Rdn. 11.187.

<sup>29</sup> Siehe *Brenncke* (Fn. 18), S. 655; *Fuchs*, in: *Fuchs*, WpHG, 2009, § 31 Rdn. 128; *Koller*, ZBB 2011, 361, 372; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 254; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 178; *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 WpHG Rdn. 97.

<sup>30</sup> *Kohlert* (Fn. 5), S. 220 ff., 231 ff. kritisiert diese normativen Wertungen als regelmäßig realitätsfremd. Ähnlich die Kritik von *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65, 68.

<sup>31</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 1234; siehe *Fuchs* (Fn. 29), § 31a Rdn. 7; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 63.

<sup>32</sup> *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 336 f.; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 10, 62, 66, 93c, 95; *Lenenbach* (Fn. 28), Rdn. 11.191; *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 WpHG Rdn. 112, 169. Kritisch *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 78, 90; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 10; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 458. A.A. *Veil*, WM 2007, 1821, 1824 (individualisierte Betrachtungsweise). Selbstverständlich ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen berechtigt, seinen Privatkunden Aufklärung auch unterhalb dieses Mindeststandards zu bieten.

<sup>33</sup> I.E. ähnlich *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 458 f.

<sup>34</sup> LG Itzehoe, Urt. v. 15.3.2011, Az. 5 O 66/10, Juris Rdn. 58; BaFin (Fn. 19), MaComp BT 3.3.1 Nr. 2; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 62; *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 WpHG Rdn. 97; *Walz* (Fn. 25), BT 3 Rdn. 42.

<sup>35</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 654, 883. S.a. die Kritik von *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 458 f.

Dennoch ist die Antwort auf diese Fragen nicht allein in einer rechtspolitischen Entscheidung zu suchen.<sup>36</sup> Hier wird vorgeschlagen, beim reinen Ausführungsgeschäft nach § 31 Abs. 7 WpHG anzuknüpfen, für das keinerlei Exploration, Angemessenheits- oder Geeignetheitsprüfung verlangt wird. Aufgrund dieser Einschränkung des Kundenschutzes ist der Vertrieb bei dieser Geschäftsart auf nicht-komplexe Finanzinstrumente beschränkt. Der Gesetzgeber setzt damit zugleich voraus, dass ein Privatkunde in der Lage ist, die Struktur und die Risiken nicht-komplexer Finanzinstrumente zu erfassen, indem er allein die Pflichtinformationen i.S.d. § 31 Abs. 3 WpHG konsultiert. Der Gesetzgeber unterstellt dem Privatkunden also einen Mindeststandard an Finanzwissen und kognitiven Fähigkeiten, der ihn befähigt, solche nicht-komplexen Finanzinstrumente zu verstehen. Diese normative Anknüpfung<sup>37</sup> verdeutlicht auch, dass das Mindestmaß an Verständnishorizont nicht in Stein gemeißelt ist. Es wird durch den Umfang nicht-komplexer Finanzinstrumente beeinflusst, der mit der MiFID II weiter einschränkt wird.<sup>38</sup> Dadurch erhöht sich im Ergebnis das durch das Gebot der Verständlichkeit gewährte Schutzniveau.

Aufbauend auf dem Privatkundenleitbild lassen sich weiterhin Aussagen zu faktischen Vertriebsbeschränkungen (3.3), zur Verlagerung des Verständnisrisikos auf den Berater (3.4) und zur Informationsüberlastung durch Risikoinformationen (3.5) treffen.

### 3.3 Faktische Vertriebsbeschränkungen

§ 31 Abs. 3 WpHG und das Privatkundenleitbild enthalten gerade nicht die normative Wertung, dass alle in Betracht kommenden Verkehrskreise von Privatkunden hohe Finanzkenntnisse haben sollen, so dass sie hoch komplexe<sup>39</sup> und risikoreiche Finanzinstrumente verstehen können.<sup>40</sup> Das zwingend unterstellte Mindestmaß an Verständnishorizont lässt sich nicht im Sinne eines solchen faktischen Höchstmaßes deuten. Die aufsichtsrechtlichen Wertungen schließen daher die Möglichkeit ein, dass bestimmte Finanzinstrumente mit komplexer Risikostruktur gegenüber bestimmten Privatkundenkreisen nicht verständlich im Rahmen einer standardisierten Informationsübermittlung nach § 31 Abs. 3 WpHG dargestellt werden können.

Daraus ergibt sich Folgendes: Ist die erforderliche Risikoinformation über ein Finanzinstrument so komplex, dass sie vom Durchschnittskunden des angesprochenen Kundenkreises auch unter zumutbarer Anstrengung nicht verstanden werden kann, dann hat die Information grundsätzlich zu unterbleiben. Dies führt *de lege lata*<sup>41</sup> dazu, dass besonders komplexe und risikoreiche Finanzinstrumente gegenüber bestimmten Kundenkreisen nicht beworben und diesen auch nicht angeboten werden können.<sup>42</sup> Eine Ausnahme von diesem Grundsatz ist aber im Rahmen der Anlageberatung anzuerkennen, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden individuell aufklärt und dadurch dessen Kenntnisstand und Verständnishorizont auf das erforderliche Niveau erhöht.

---

<sup>36</sup> So aber *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 93 f.

<sup>37</sup> Sie hat eine offene Flanke, weil sie unterstellt, dass das für § 31 Abs. 4, Abs. 5 und Abs. 7 WpHG zwingend vorausgesetzte Mindestmaß an Verständnishorizont eines Privatkunden jeweils gleich ist.

<sup>38</sup> Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II, Erwägungsgrund 80 MiFID II. Dazu *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 454.

<sup>39</sup> Zum Komplexitätsbegriff und zu Typen von komplexen Produkten siehe ESMA, MiFID practices for firms selling complex products, ESMA/2014/146, 7.2.2014, Rdn. 9-11.

<sup>40</sup> Ebenso *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 247; *Walz* (Fn. 25), BT 3 Rdn. 46. Etwas anderes gilt für professionelle Kunden aufgrund der Wertung des § 31a Abs. 2 S. 1 WpHG.

<sup>41</sup> Aufsichtsrechtliche Beschränkungen bzw. Verbote des Vertriebs komplexer Finanzinstrumente mit hohen Risiken an Kleinanleger fordert auch *Köndgen*, BKR 2011, 283, 286, allerdings *de lege ferenda*; s.a. *Koch*, BKR 2012, 485, 492 f.; *Koch*, ZBB 2014, 211, 219 f.; insoweit ablehnend *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 332 f.

<sup>42</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 754 f.; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 64 Fn. 2; *Walz* (Fn. 25), BT 3 Rdn. 46 f.

### 3.4 Verlagerung des Verständnisrisikos auf den Berater?

Ein subjektives Verständniserfordernis bei der Risikoaufklärung ist dem aufsichtsrechtlichen Gebot der Verständlichkeit fremd.<sup>43</sup> Der Durchschnittskunde des angesprochenen Verkehrskreises ist typisiert. Er ist eine rechtliche Fiktion, die mit normativen Wertungen überformt ist. Er hat kein subjektives Verständnis. Das Privatkundenleitbild enthält gerade die unwiderlegliche normative Wertung, dass der Durchschnittskunde bei einer verständlichen Risikodarstellung die Risiken verstanden haben soll und muss. Es stellt dadurch einen Ausgleich zwischen Kundeninteressen und Interessen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen her.

### 3.5 Informationsüberlastung

Das Gebot der Verständlichkeit kann einer Risikoinformation Einhalt gebieten, die einen Privatkunden mit einem Übermaß an Informationen überlastet (information overload).<sup>44</sup> Hintergrund dieser Vorgabe ist, dass ein typischer Kleinanleger den Inhalt von Informationen im Zustand der Informationsüberlastung nicht mehr aufnimmt und dass sich in diesem Zustand die Qualität der Entscheidungsfindung verschlechtert.<sup>45</sup> Allerdings ist einem Privatkunden gemäß §§ 31 Abs. 3 WpHG, 5 WpDVerOV ein erheblicher Umfang an Risikoinformationen zu übermitteln, den der Kunde nach der gesetzlichen Wertung verarbeiten können soll. Der Informationsumfang lässt sich zwar vor dem Hintergrund verhaltensökonomischer Forschung zur Informationsüberlastung kritisieren.<sup>46</sup> Er ist *de lege lata* aber als gesetzgeberische Wertung zwingend. Damit wird man einräumen müssen, dass das Gebot der Verständlichkeit aus § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV nur ein stumpfes Schwert gegen das Übel der Informationsüberlastung ist.<sup>47</sup>

## 4. Unzureichender Schutz unkundiger Kleinanleger

Das bisher dargestellte kundengruppenspezifische Informationsmodell des WpHG und das aufsichtsrechtliche Gebot der Verständlichkeit gewährleisten kein hinreichendes Verständnis der Risiken von Finanzinstrumenten durch unkundige Kleinanleger. Faktische Vertriebsbeschränkungen für bestimmte Finanzinstrumente lassen sich nicht spezifisch für die Gruppe der unkundigen Kleinanleger begründen, weil das in §§ 31 Abs. 3 WpHG, 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV inkorporierte Privatkundenleitbild ein Mindestmaß an Verständnishorizont zwingend bei allen Privatkunden unterstellt.

Im Folgenden ist zu erläutern, ob das aufsichtsrechtliche Modell der Anlageberatung einen hinreichenden Schutz unkundiger Kleinanleger sicherstellt.

---

<sup>43</sup> I.E. ebenso *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 139.

<sup>44</sup> *Brenncke* (Fn. 18), S. 752; *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 130; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 63, 96; *Lenenbach* (Fn. 28), Rdn. 11.191; *Spindler* (Fn. 23), 33. Kap. Rdn. 115. Zum Verhältnis von Informationsüberlastung und Verständlichkeit s.a. *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 115 f.; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 185 f.; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, 14.

<sup>45</sup> Dazu *Eidenmüller*, JZ 2011, 814, 816; *Fleischer* (Fn. 44), S. 115 f.; *Gigerenzer*, Bauchentscheidungen, 2008, S. 46 ff., 94 f.; *Kohlert* (Fn. 5), S. 220 ff.; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, 9; *Oehler/Kohlert*, Journal of Consumer Policy 2009, 91, 103 f.; *Schön*, in: FS Canaris, Band I, 2007, S. 1191, 1207; *Stahl*, Information overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 68 ff.

<sup>46</sup> Kritisch *Kasten*, Die Neuregelung der Explorations- und Informationspflichten von Wertpapierdienstleistern im Wertpapierhandelsgesetz, 2009, S. 405 f.; *Koller*, ZBB 2011, 361, 372; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 252.

<sup>47</sup> Siehe *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 130, *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 252 und *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 Rdn. 172, nach denen die regelmäßig von den Banken zur Erfüllung der Informationspflicht aus § 31 Abs. 3 WpHG verwendete Broschüre „Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“ der Bank-Verlag GmbH zu keiner Informationsüberlastung des durchschnittlichen Privatkunden führe. Vgl. auch OLG Frankfurt WM 2010, 2111, 2114; OLG Düsseldorf BKR 2011, 25, 30. Weitergehend hingegen *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 93c, 96 und kritisch auch *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 458.

## IV. Kurzinformationsblatt bei der Anlageberatung

### 1. Unvereinbarkeit mit der MiFID

Die Kritik am Informationsmodell des § 31 Abs. 3 WpHG veranlasste den deutschen Gesetzgeber, ein Kurzinformationsblatt bei der Anlageberatung von Privatkunden einzuführen (§ 31 Abs. 3a WpHG).<sup>48</sup> Nach dem Willen des Gesetzgebers konkretisiert das Kurzinformationsblatt § 31 Abs. 3 WpHG für die Anlageberatung.<sup>49</sup> Allerdings muss sich das Kurzinformationsblatt auf das individuell empfohlene Finanzinstrument beziehen. § 31 Abs. 3 S. 1 - 3 WpHG und Art. 19 Abs. 3 MiFID verlangen hingegen, dass Wertpapierfirmen ihren Kunden Informationen über den speziellen Typ des Finanzinstruments zur Verfügung stellen.<sup>50</sup> Wenn man Art. 19 Abs. 3 MiFID als vollharmonisierend ansieht,<sup>51</sup> konkretisiert § 31 Abs. 3a WpHG nicht die Pflicht zur Informationserteilung über den Typ des Finanzinstruments, sondern statuiert ein *aliud*, nämlich eine Informationserteilung über ein konkretes Finanzinstrument. Danach ist die Norm mit Art. 19 Abs. 3 MiFID unvereinbar. Auch die Ausnahmeregelung des Art. 4 MiFID-DRL hilft dem nicht ab.<sup>52</sup> Die Norm erlaubt schon ihrem Wortlaut nach nur mitgliedstaatliche Abweichungen von der MiFID-DRL selbst, nicht hingegen von den durch die MiFID gesetzten Rahmenbedingungen.<sup>53</sup> Überlegen könnte man zwar, § 31 Abs. 3a WpHG nicht als Konkretisierung von § 31 Abs. 3 WpHG, sondern dessen Abs. 4 aufzufassen.<sup>54</sup> Doch dies überzeugt nicht, weil § 31 Abs. 4 WpHG und dessen europäisches Pendant (Art. 19 Abs. 4 MiFID) keine Informationspflicht enthalten.<sup>55</sup>

### 2. Leichte Verständlichkeit

Sieht man § 31 Abs. 3a WpHG entgegen der hier vertretenen Ansicht als mit der MiFID vereinbar an, ist die Eignung des Kurzinformationsblattes für den Schutz unkundiger Kleinanleger zu evaluieren. § 31 Abs. 3a WpHG fordert eine „leichte“ Verständlichkeit. Darin liegt als solches noch keine Abweichung zum Gebot der Verständlichkeit aus § 4 Abs. 1 S. 1 WpD-VerOV, weil letzteres ebenfalls verlangt, dass der Kunde die Bedeutung und Tragweite von Risikoinformationen leicht erfassen kann. Die leichte Verständlichkeit des Kurzinformationsblattes bestimmt sich nach dem Empfängerhorizont eines durchschnittlich<sup>56</sup> informierten Privatkunden. Es wird insoweit standardisiert zur Verfügung gestellt.

### 3. Keine Differenzierung in Gruppen von Privatkunden

Im Unterschied zu § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV sieht § 31 Abs. 3a WpHG keine Differenzierungen in verschiedene Gruppen von Privatkunden vor. Dies ergibt sich aus § 31 Abs. 3a S. 3 WpHG, nach dem spezialgesetzlich vorgeschriebene Kurzinformationsblätter – wie z.B. die

---

<sup>48</sup> Zur Optimierung des kapitalmarktrechtlichen Informationsmodells mit Kurzinformationsblättern siehe *Brenncke* (Fn. 18), S. 863 ff.; *Loacker*, in: FS Lorenz, 2014, S. 259, 267 ff.

<sup>49</sup> RegE Begr. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BT-Drucks. 17/3628, S. 21. Ebenso *Göres*, in: Teuber, Wertpapierrecht 2011, Rdn. 179; *Podewils*, ZBB 2011, 169, 172; *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265.

<sup>50</sup> *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 118, 152; *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 103; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 244, 285.

<sup>51</sup> Zu Recht *Forschner* (Fn. 18), S. 48 ff.; *Herresthal*, ZBB 2012, 89, 102; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 299; *Veil*, ZBB 2008, 34, 41; *Zetzsche*, WM 2009, 1020, 1027. A.A. *Ellenberger* (Fn. 18), S. 523, 536 f.; *Roth*, ZBB 2012, 429, 438. Siehe die grundsätzlich übertragbare, ausführliche Argumentation zum Vollharmonisierungscharakter des Art. 19 Abs. 2 MiFID in *Brenncke* (Fn. 18), S. 526 ff.

<sup>52</sup> A.A. *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 299.

<sup>53</sup> Ausführlich *Brenncke* (Fn. 18), S. 541 f. Anders jetzt Art. 24 Abs. 12 MiFID II, der die Regelung des Art. 4 MiFID-DRL übernimmt, aber durch die Inkorporierung in die MiFID II aufzeigt, dass mitgliedstaatliche Abweichungen von Art. 24 MiFID II unter den dort genannten engen Voraussetzungen zulässig sind.

<sup>54</sup> Dem nahestehend *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 122.

<sup>55</sup> Dazu unten V.1.

<sup>56</sup> BaFin (Fn. 15), Nr. 3.1.2; *Göres* (Fn. 15), § 31 Abs. 3a WpHG Rdn. 54 (Stand 04/2012); *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 126; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 302; *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265, 267.

wesentlichen Anlegerinformationen für offene Publikumsinvestmentvermögen nach §§ 164, 166 KAGB – an die Stelle des Informationsblatts i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG treten. Die Verordnung (EU) Nr. 583/2010 konkretisiert die Verständlichkeit der wesentlichen Anlegerinformationen.<sup>57</sup> Sie stellt auf den Verständnishorizont eines „durchschnittlichen“<sup>58</sup> Kleinanlegers ab, ohne im Gegensatz zur MiFID-DRL weitere Differenzierungen in verschiedene Verkehrskreise von Kleinanlegern zu verlangen. Diese Wertung ist über die systematische Auslegung auf das Kurzinformativblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a S. 1 WpHG zu übertragen.

## 4. Privatkundenleitbild

### 4.1 Mindestmaß an Verständnishorizont

Auch § 31 Abs. 3a WpHG setzt beim Privatkunden ein Mindestmaß an Verständnishorizont und Finanzwissen zwingend voraus, damit dieser das Kurzinformativblatt verarbeiten kann. Dieser Verständnishorizont weicht aber zum Teil vom Privatkundenleitbild der §§ 31 Abs. 3 WpHG, 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV ab, denn beim Kurzinformativblatt ist erstens keine Transferleistung des Wissens vom abstrakten Produkttyp zum individuellen Finanzinstrument vonnöten. Zweitens ist der Umfang des Kurzinformativblatts beschränkt. Die beim Privatkunden unwiderleglich vorausgesetzte Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität ist geringer als diejenige, die das Gesetz für die umfangreichen Pflichtinformationen aus § 31 Abs. 3 WpHG unterstellt.<sup>59</sup> Aufgrund dieser Unterschiede ist das Gebot der Verständlichkeit i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV nicht mit dem Tatbestandsmerkmal „leicht verständlich“ in § 31 Abs. 3a WpHG deckungsgleich. Das ist insoweit unproblematisch, als es kein übergreifendes gesetzgeberisches Konzept eines Privatkundenleitbildes gibt,<sup>60</sup> sondern für jede Informationspflicht selbst zu bestimmen ist, welchen Verständnishorizont sie beim Adressaten voraussetzt.

### 4.2 Faktische Vertriebsbeschränkungen und Verlagerung des Verständnisrisikos

Da das Kurzinformativblatt auf einem normativen Privatkundenleitbild aufbaut, ist dem Grundsatz der leichten Verständlichkeit ein subjektives Verständnisfordernis fremd.

Die obigen<sup>61</sup> Ausführungen zu faktischen Vertriebsbeschränkungen gelten aufgrund des gegenüber § 31 Abs. 3 WpHG herabgesetzten Mindestmaßes an Verständnishorizont bei § 31 Abs. 3a WpHG im Grunde erst Recht. Es ist daher möglich, dass bestimmte Finanzinstrumente mit komplexer Risikostruktur gegenüber einem durchschnittlichen Privatkunden im Rahmen einer standardisierten Informationsübermittlung nach § 31 Abs. 3a WpHG nicht leicht verständlich gemacht werden können. Dies gilt vor allem, wenn man der Ansicht ist,<sup>62</sup> dass bestimmte komplexe Finanzinstrumente nicht leicht verständlich auf maximal drei Seiten dargestellt werden können. In solchen Konstellation scheint der Vertrieb dieser Finanzinstrumente im Rahmen der Anlageberatung aber an alle Privatkunden ausgeschlossen. Damit enthielte die Norm ein faktisches Vertriebsverbot an Privatkunden und nicht nur eine faktische Vertriebsbeschränkung gegenüber bestimmten Kundenkreisen. Das diese Konsequenz vom Gesetzgeber bedacht wurde, ist jedoch zu bezweifeln.

---

<sup>57</sup> § 166 Abs. 4 S. 1 KAGB.

<sup>58</sup> So ausdrücklich Art. 36 Abs. 4 UAbs. 2 VO (EU) Nr. 583/2010.

<sup>59</sup> Unklar *Koller* (Fn. 15), Rdn. 10 einerseits und Rdn. 126 andererseits. Anders *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 302, der für den nach § 31 Abs. 3a WpHG vorausgesetzten Verständnishorizont des Kunden bei § 31 Abs. 3 WpHG ansetzt.

<sup>60</sup> Siehe *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 439 sowie die Kritik von *Fuchs* (Fn. 29), Vor §§ 31 bis 37a Rdn. 70 und *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 343, dass es dem WpHG an einem einheitlichen Anlegerleitbild fehle.

<sup>61</sup> Siehe oben III.3.3.

<sup>62</sup> So *Koch*, BKR 2012, 485, 487; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 285; *Loritz*, WM 2014, 1513, 1516; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 460.

Allerdings bietet sich ein Ausweg an. Dieser ist jedoch nicht darin zu sehen, das von der Norm vorausgesetzte Mindestmaß an Finanzwissen so hoch anzusetzen, dass dem durchschnittlichen Privatkunden fachliche Vorkenntnisse hinsichtlich des Verständnisses von Finanzinstrumenten unterstellt werden.<sup>63</sup> Diese Lösung konterkariert die vom Gesetzgeber intendierte Ausrichtung des Kurzinformativblattes an den Informationsbedürfnissen der realen Kleinanlegerschaft. Stattdessen ist eine Differenzierung in Kundenkreise zuzulassen, wenn das Kurzinformativblatt eine ausdrückliche Kennzeichnung enthält, dass es nur für bestimmte Kundenkreise geeignet ist.<sup>64</sup> In diesem Fall bestimmt sich die leichte Verständlichkeit des Kurzinformativblattes nach dem Verständnishorizont des angesprochenen Kundenkreises. Der Vertrieb besonders komplexer Finanzinstrumente an Privatkunden im Wege der Anlageberatung wird durch § 31 Abs. 3a WpHG damit nicht faktisch verboten, sondern nur faktisch beschränkt.

### **4.3 Informationsüberlastung**

Für sich allein betrachtet erscheint das maximal 3-seitige Kurzinformativblatt geeignet, einer Informationsüberlastung eines Privatkunden entgegenzuwirken. Letzteres gilt aber nicht in derjenigen Situation der Anlageberatung, in der dem Kunden weitere Pflichtinformationen gemäß § 31 Abs. 3 WpHG oder der Anlageprospekt zur Verfügung gestellt werden. Das Kurzinformativblatt führt dann im Ergebnis dazu, dass dem Privatkunden insgesamt mehr Informationen erteilt werden. Die gesetzgeberische Lösung überzeugt daher nicht, weil sie einer Informationsüberlastung nur sehr halbherzig entgegenwirkt.<sup>65</sup>

## **5. Unzureichender Schutz unkundiger Kleinanleger**

Die für die Pflichtinformationen nach § 31 Abs. 3 WpHG ausgemachten Grenzen des Schutzes unkundiger Kleinanleger werden beim Kurzinformativblatt zwar abgeschwächt, aber nicht aufgelöst. Fehlt einem individuellen unkundigen Privatkunden das durch § 31 Abs. 3a WpHG zwingend vorausgesetzte Mindestmaß an Verständnishorizont, gewährleistet das Kurzinformativblatt kein hinreichendes Risikoverständnis.<sup>66</sup> Gewicht erhält diese Erkenntnis, wenn man der Ansicht ist, dass große Kreise der Bevölkerung die in Kurzinformativblättern zur Verfügung gestellten Informationen nicht hinreichend verstehen und auswerten können.<sup>67</sup> Aus diesen Grenzen des Informationsmodells folgt aber nicht, dass solche Anleger schutzlos stehen.<sup>68</sup> Ihr Schutz wird bei der Anlageberatung hingegen durch die Explorationspflicht und die Geeignetheitsprüfung (§§ 31 Abs. 4 S. 1 WpHG, 6 WpDVerOV) gewährt.

## **V. Explorationspflicht und Geeignetheitsprüfung**

### **1. Keine Informationspflicht über das konkrete Finanzinstrument**

§ 31 Abs. 4 WpHG und der ihm zugrunde liegende Art. 19 Abs. 4 MiFID verpflichten den Berater nicht, seinen Kunden individuell über das Risiko des konkreten Finanzinstruments

---

<sup>63</sup> Dagegen zu Recht BaFin (Fn. 15), Nr. 3.1.2.

<sup>64</sup> Ebenso BaFin (Fn. 15), Nr. 3.1.2.

<sup>65</sup> Kritisch deshalb auch Koch, ZBB 2014, 211, 212; Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 460; Müller-Christmann, DB 2011, 749, 751; Spindler (Fn. 23), 33. Kap. Rdn. 112.

<sup>66</sup> Koller (Fn. 15), Rdn. 126, 163.

<sup>67</sup> So Johannig, in: Teuber, Wertpapierrecht 2011, Rdn. 721, 763.

<sup>68</sup> Zum Schutz unkundiger Kleinanleger außerhalb der Anlageberatung im beratungsfreien Geschäft durch § 31 Abs. 5 S. 3 und S. 4 WpHG sowie im reinen Ausführungsgeschäft durch § 31 Abs. 7 Nr. 2 WpHG siehe Koller (Fn. 15), § 31 Rdn. 8, 174 ff., 192; Möllers (Fn. 20), § 31 Rdn. 79, 382 ff., 409 ff. Kritisch zu diesen Vorgaben („unzureichender Anlegerschutz“) Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 461 f.

aufzuklären.<sup>69</sup> Eine Informationspflicht ergibt sich weder aus dem Wortlaut dieser Normen noch ist sie im Beratungsmodell erforderlich. Ein Schutzdefizit besteht nicht,<sup>70</sup> weil eine weitergehende, für einen individuellen Kunden erforderliche Aufklärung über die Geeignetheitsprüfung gewährleistet wird (dazu sogleich). Bestandteil dieser Geeignetheitsprüfung ist die Überprüfung, ob der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die mit dem konkreten Finanzinstrument zusammenhängenden Anlagerisiken verstehen kann (§ 31 Abs. 4 S. 2 WpHG). Dieser Aspekt steht im Folgenden im Fokus der Untersuchung.

## 2. Freiwillige, individuelle Risikoaufklärung

Wenn ein Anlageberater nach der Exploration feststellt oder feststellen muss, dass sein Kunde in Finanzangelegenheiten unkundig ist, kann er nicht „nach vernünftigem Ermessen“<sup>71</sup> darauf schließen, dass der Kunde die ihm übermittelten Risikoinformationen in den standardisierten Pflichtinformationen gemäß § 31 Abs. 3 WpHG verstehen kann. Er darf ihm das Finanzinstrument mangels Geeignetheit (zunächst) nicht empfehlen (§ 31 Abs. 4a S. 1 WpHG). Allerdings kann der Berater den Kunden individuell und freiwillig aufklären, so dass sich dessen Kenntnisstand erhöht. Durch diese Aufklärung kann er die Eignung des Finanzinstruments herbeiführen.<sup>72</sup> Diese freiwillige Risikoaufklärung wird bei unkundigen Privatkunden regelmäßig die faktisch einzige Möglichkeit darstellen, um ihnen Finanzinstrumente empfehlen zu können.<sup>73</sup> Die Art und Weise der individuellen Risikoaufklärung ist an den Kenntnissen und Fähigkeiten des konkreten Kunden auszurichten.<sup>74</sup> Ein Anlageberater muss ihm nach der Exploration erkennbare individuelle Schwächen und individuelle Wissensmängel des Privatkunden vor allem im Hinblick auf das Risikoverständnis berücksichtigen. Die Intensität dieser Aufklärung geht also für unkundige Kleinanleger über das Gebot der Verständlichkeit i.S.d. § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV hinaus. Sie übersteigt auch das von § 31 Abs. 3a WpHG für das Kurzinformationsblatt vorausgesetzte Mindestmaß an Verständnishorizont eines durchschnittlichen Kleinanlegers.

## 3. Risikoverständnis des Kunden

### 3.1 Grundsatz: Keine Überprüfung des Verständniserfolgs

Es ist eine Einzelfallfrage, wann ein Berater im Rahmen der Geeignetheitsprüfung nach vernünftigem Ermessen auf das Risikoverständnis des Kunden schließen kann. In Anlehnung an die Wertung des Gebotes der Verständlichkeit muss der Berater beurteilen, ob der Kunde die Bedeutung und die Tragweite (das Ausmaß) der Risiken leicht einschätzen kann. Da der Begriff des „vernünftigen Ermessens“ eine Wertung zulässt, ist ein Interessenausgleich zwischen Berater und Kunde herzustellen. Mit diesem Interessenausgleich harmoniert im Grundsatz ein objektiver Maßstab,<sup>75</sup> der keine Überprüfung des tatsächlichen Verständniserfolgs beim Kunden erfordert. Für diese Sichtweise streitet zunächst der Wortlaut des § 31 Abs. 4 S. 2 a.E. WpHG sowie des Art. 35 Abs. 1 lit. c MiFID-DRL. Danach ist aus der Perspektive des Beraters zu beurteilen, ob der Kunde die Anlagerisiken „verstehen kann“, nicht aber, ob der Kunde

---

<sup>69</sup> Ebenso *Brinckmann*, BKR 2010, 45, 47; *Fritzsche* (Fn. 5), S. 259; *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1156; *Veil*, ZBB 2008, 34, 38, 39. A.A. *Einsele*, JZ 2008, 477, 481 f.; *Ekkenga*, in: MünchKomm HGB, 3. Aufl. 2014, Bd. 6, Effekengeschäft Rdn. 367; *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 255; *Krüger*, NJW 2013, 1845, 1848; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 460.

<sup>70</sup> A.A. *Veil*, ZBB 2008, 34, 40.

<sup>71</sup> Art. 35 Abs. 1 MiFID-DRL.

<sup>72</sup> *Auerbach/Adelt*, in: Krimphove/Kruse (Hrsg.), MaComp, 2013, BT 7 Rdn. 78; *Fuchs* (Fn. 29), § 31 Rdn. 260; *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 WpHG Rdn. 283; *Teuber*, BKR 2006, 429, 433.

<sup>73</sup> In diesem Sinne auch *Koller* (Fn. 15), Rdn. 162 f.

<sup>74</sup> Siehe den Wortlaut des § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG.

<sup>75</sup> Ebenso i.E. *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 163.

sie tatsächlich versteht. Weiterhin beziehen sich die nach § 6 Abs. 2 WpDVerOV einzuholenden Informationen über Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden nicht auf die Überprüfung des tatsächlichen Verständniserfolgs. Ein Berater kann also regelmäßig aufbauend auf den explorierten erforderlichen Informationen sowie einer gegebenenfalls erfolgten individuellen Kundenaufklärung beurteilen, ob der Kunde die Anlagerisiken verstehen kann.

### **3.2 Ausnahme: Überprüfung des Verständniserfolgs**

Der grundsätzlich objektive Maßstab schließt die Überprüfung des Verständniserfolgs beim Kunden im Ausnahmefall jedoch nicht aus.<sup>76</sup> Erstens ist der Katalog an einzuholenden Informationen in § 6 Abs. 2 WpDVerOV nicht abschließend.<sup>77</sup> Zweitens regelt § 31 Abs. 4 WpHG gerade nicht die freiwillige Risikoaufklärung des Kunden, die die Eignung des Finanzinstruments herbeiführen soll. Deshalb fehlt der Norm auch eine verbindliche Regelungsaussage darüber, welcher Maßstab an die Geeignetheit in diesem Fall maximal angelegt werden kann.

#### **3.2.1 Voraussetzungen**

Ein solcher Ausnahmefall liegt vor, wenn ein Berater nach der Exploration und nach freiwilliger Risikoaufklärung auf konkreten Anhaltspunkten beruhende Zweifel haben muss,<sup>78</sup> ob der Privatkunde die Risiken des Finanzinstruments, das er ihm empfehlen möchte, verstehen kann. Dieser Fall ist nicht nur auf die Empfehlung von Finanzinstrumenten mit komplexer oder intransparenter Risikostruktur beschränkt. Trotz individueller Aufklärung können sich begründete Zweifel am Risikoverständnis eines unkundigen Kleinanlegers über nicht-komplexe Finanzinstrumente im Einzelfall z.B. ergeben, wenn dem Kunden selbst rudimentäre Kenntnisse über Finanzinstrumente und wirtschaftliche Zusammenhänge fehlen und er deshalb nur sehr begrenzte Verständnismöglichkeiten hat. Ein Berater kann sich nicht darauf berufen, dass seinen Kunden eine Obliegenheit zur Selbstinformation trifft, wenn der Berater erkennt oder pflichtwidrig verkennt, dass dem Kunden auch offensichtliche Risiken von Anlageobjekten unbekannt sind. Zivilrechtlich ist dieser Sachverhalt in der Rechtsprechung des BGH hingegen noch nicht hinreichend geklärt.<sup>79</sup>

Die Voraussetzungen für den hier beschriebenen Ausnahmefall fehlen, wenn ein unkundiger Kleinanleger beim Berater den falschen Eindruck erweckt, dass er die Risiken des Finanzinstruments verstehen kann, indem er z.B. falsche Angaben macht. § 31 Abs. 6 WpHG zeigt auf, dass fehlerhafte Kundenangaben bei der Exploration in die Verantwortungssphäre des Kunden fallen, es sei denn, sie sind evident fehlerhaft. In diesen Fällen kann das Beratungsmodell das Risikoverständnis beim Kunden nicht gewährleisten.<sup>80</sup> Allerdings reicht – wie sogleich aufgezeigt wird – die Erklärung des Kunden, dass er die ihm erläuterten Risiken des konkreten Finanzinstruments tatsächlich verstanden habe, nicht aus, um bei einem sorgfaltsgemäß handelnden Berater einen solchen falschen Eindruck zu erzeugen.

#### **3.2.2 Durchführung der Verständnisprüfung: Nachfrage und Verständniserklärung**

Eine solche Erklärung des Kunden auf Nachfrage des Beraters ist für die Überprüfung des Verständniserfolgs ungeeignet. Die Gegenansicht<sup>81</sup> öffnet erstens dem Missbrauch Tür und Tor, denn empirische Erkenntnisse legen dar, dass sich unkundige Kleinanleger häufig keine

---

<sup>76</sup> Zustimmend für das Zivilrecht *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67. A.A. wohl *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 163.

<sup>77</sup> *Braun/Lang/Loy* (Fn. 6), Rdn. 330, 333; *Möllers* (Fn. 20), § 31 Rdn. 345; *Rothenhöfer* (Fn. 21), § 31 WpHG Rdn. 245. Ebenso für Art. 37 MiFID-DRL ESMA (Fn. 39), Rdn. 22.

<sup>78</sup> Dies beurteilt sich aus der Perspektive eines mit pflichtgemäßer Sorgfalt handelnden Beraters.

<sup>79</sup> Siehe *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 388 und unten VII.2.2.

<sup>80</sup> Vgl. *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 163 und für das Zivilrecht *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67.

<sup>81</sup> *Koch*, BKR 2012, 485, 490; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 284; s.a. OLG Frankfurt WM 2012, 1826 Rdn. 51.

Blöße geben wollen<sup>82</sup> und ihre Verständnisprobleme kaschieren.<sup>83</sup> In dieser Situation wird es Beratern nicht schwer fallen, ihre Kunden zu einer Verständniserklärung zu überreden.

Zweitens überzeugt sie auch aus normativen Gründen nicht. Auf die Richtigkeit der Verständniserklärung kann sich der Berater nach der gesetzlichen Wertung verlassen, es sei denn, er kennt oder verkennt grob fahrlässig deren Fehlerhaftigkeit (§ 31 Abs. 6 WpHG). Diese Bedingung wird nur im Ausnahmefall vorliegen, so dass der Berater nach vernünftigem Ermessen annehmen darf, dass der Kunde die Anlagerisiken tatsächlich versteht und damit auch verstehen kann. Damit würde die Verständniserklärung eine individuelle Risikoaufklärung nach erfolgter Exploration und Übergabe der standardisierten Pflichtinformationen regelmäßig faktisch ersetzen. Hinzu kommt Folgendes: Wenn man die Verständniserklärung sinngemäß auf die Exploration der Anlageziele überträgt, kann der Berater redlicherweise davon ausgehen, dass ein Finanzinstrument den Anlagezielen des Kunden entspricht,<sup>84</sup> wenn der Kunde auf Nachfrage erklärt, dass dies tatsächlich der Fall sei. Diese Argumentation geht jedoch fehl, weil der Berater mit seiner Expertise und nicht der Privatkunde sicherzustellen hat, dass das empfohlene Finanzinstrument mit den Anlagezielen des Kunden übereinstimmt.<sup>85</sup> Der Berater soll gerade deshalb die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden in Finanzangelegenheiten explorieren, weil er als Experte unabhängig von der subjektiven Selbsteinschätzung des Kunden beurteilen soll, ob der Kunde die mit dem Finanzinstrument einhergehenden Anlagerisiken verstehen kann.<sup>86</sup> Insoweit enthält § 31 Abs. 4 WpHG einen paternalistischen Einschlag<sup>87</sup> und wirkt einer Selbstüberschätzung von Kunden entgegen. Mit einer Verständniserklärung des Kunden wälzt man hingegen das Risiko einer sorgfaltswidrigen Geeignetheitsprüfung vom Berater auf den Kunden ab. Das widerspricht der gesetzlichen Wertung.

### 3.2.3 Durchführung der Verständnisprüfung: Verständnistest

Regelmäßig wird nur ein geeigneter Verständnistest in Frage kommen, um Zweifel des Beraters darüber auszuräumen, dass der Kunde die Anlagerisiken verstehen kann.<sup>88</sup> Werden die Zweifel durch das Ergebnis des Verständnistests hingegen bestätigt, fehlt es an der Geeignetheit des Finanzinstruments. Gegen einen Verständnistest wird zwar eingewandt, dass er mit einer Schulmeisterung des Kunden durch den Berater verbunden ist<sup>89</sup> und eine staatliche Bildungsaufgabe auf die Banken abwälzt<sup>90</sup>. Diese Kritik überzeugt jedoch nicht. Der Verständnistest ist nur die Konsequenz daraus, dass es an der Geeignetheit eines Finanzinstruments für den Kunden mangelt, wenn der Berater trotz individueller Risikoaufklärung weiterhin Zweifel am Risikoverständnis des Kunden hat oder haben muss.

---

<sup>82</sup> In diesem Sinne auch *Koch*, BKR 2012, 485, 490; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 284; siehe auch *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 35 (2004), 239, 251 f.; *Koller*, ZBB 2011, 361, 372.

<sup>83</sup> *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67.

<sup>84</sup> § 31 Abs. 4 S. 2 Var. 1 WpHG, Art. 35 Abs. 1 lit. a MiFID-DRL.

<sup>85</sup> Siehe nur BaFin (Fn. 19), MaComp BT 7.1 Nr. 5; vgl. auch ESMA, Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-Anforderungen an die Eignung, ESMA/2012/387, 25.6.2012, Rdn. 17.

<sup>86</sup> Deshalb geht auch das Argument von *Koch*, BKR 2012, 485, 490 fehl, dass die Verständniserklärung des Kunden ausreichen müsse, weil der Berater die Selbsteinschätzung des Kunden nicht in Frage stellen soll. Siehe demgegenüber zu Recht BaFin (Fn. 19), MaComp BT 7.5 Nr. 1 lit. c, wonach empfohlen wird, nicht auf Selbsteinschätzungen der Kunden in Bezug auf Kenntnisse, Erfahrungen und finanzielle Verhältnisse zu vertrauen.

<sup>87</sup> Zu weiteren paternalistischen Tendenzen des § 31 Abs. 4 WpHG siehe *Beck*, in: FS Schneider, 2011, S. 89, 99; *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 386; *Zimmer*, JZ 2014, 714, 718; kritisch *Teuber*, BKR 2006, 429, 432.

<sup>88</sup> Einen Verständnistest ablehnend: *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 163. Ebenfalls ablehnend im Hinblick auf die zivilrechtlichen Pflichten des Anlageberaters: *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1054; *Koch*, BKR 2012, 485, 490; *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67.

<sup>89</sup> *Koch*, BKR 2012, 485, 490.

<sup>90</sup> *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 188.

#### 4. Schutz unkundiger Kleinanleger

Trotz erheblicher individueller Aufklärungsbemühungen kann es misslingen, einem Privatkunden die Risiken eines Finanzinstruments während des Beratungsgesprächs hinreichend verständlich zu machen. Eine dennoch erteilte Empfehlung wäre aufsichtsrechtlich ungeeignet und zivilrechtlich pflichtwidrig. Dieses Ergebnis wird dadurch gestützt, dass gerade bei umfangreichen Aufklärungen von unkundigen Kleinanlegern eine hohe Gefahr der Informationsüberlastung besteht, so dass das Verständnisziel verfehlt wird. Die Informationsüberlastung kann also bereits auftreten, wenn der Berater dem Kunden ein komplexes Finanzinstrument (mündlich) erläutert.<sup>91</sup>

Inwieweit der hier unterstellte, geringe Verständnishorizont eines unkundigen Kleinanlegers in der Realität auftritt, ist eine empirische Frage, die an dieser Stelle nicht beantwortet werden kann. Aktuelle Studien<sup>92</sup> zeigen allerdings große Defizite in der finanziellen Bildung (financial literacy) von Kleinanlegern auf. Damit stößt der Schutz unkundiger Kleinanleger durch individuelle Risikoaufklärung auch im Beratungsmodell an seine Grenzen. Über diese Grenzen hinausgehend werden diese Anleger aber gerade durch das Empfehlungsverbot ungeeigneter Finanzinstrumente geschützt. Dieses Ergebnis folgt auch zwingend daraus, dass die Beratung dazu dient, dem Anleger eine eigenverantwortliche, informierte Anlageentscheidung zu ermöglichen.<sup>93</sup> Sie setzt – aus der Perspektive eines mit vernünftigem Ermessen handelnden Beraters – voraus, dass der Anleger die Risiken des Finanzinstruments verstehen kann.

Festzuhalten ist, dass das Beratungsmodell des § 31 Abs. 4 WpHG faktische Vertriebsbeschränkungen zum Schutz unkundiger Kleinanleger kennt, die deutlich weiter reichen als diejenigen aus dem Gebot der Verständlichkeit oder § 31 Abs. 3a WpHG. Gegenüber Kunden mit einem geringen Verständnishorizont in Finanzangelegenheiten erfassen sie vor allem Finanzinstrumente mit komplexer oder intransparenter Risikostruktur.<sup>94</sup> Faktisch dürfen unkundigen Kleinanlegern somit nur Finanzinstrumente aus einer eingeschränkten Produktpalette mit transparenter und einfach überschaubarer Risikostruktur empfohlen werden.<sup>95</sup>

#### 5. Rechtsvergleichender Blick nach England

Der Aspekt der Geeignetheitsprüfung, dass der Kunde die konkreten Anlagerisiken verstehen kann, wurde bisher durch die BaFin nur in geringem Maße für die aufsichtsrechtliche Praxis präzisiert.<sup>96</sup> Ein rechtsvergleichender Blick auf die Praxis der Financial Conduct Authority (FCA)<sup>97</sup> in England ergibt ein ähnliches Bild. Der Berater muss zwar „reasonable steps“ durchführen, um die Eignung des Finanzinstruments für den Kunden sicherzustellen, wozu

---

<sup>91</sup> Instruktiv *Kohlert* (Fn. 5), S. 220 ff.; *Oehler/Kohlert*, *Journal of Consumer Policy* 2009, 91, 102 f.

<sup>92</sup> *Bucher-Koenen/Lusardi*, 10 *Journal of Pension Economics and Finance* 2011, 565 ff.; *Lusardi/Mitchell*, 52 *Journal of Economic Literature* 2014, 1, 8 ff.; *Lusardi/Mitchell/Curto*, 44 *Journal of Consumer Affairs* 2010, 358 ff. S.a. FAZ online v. 17.2.2014, „Wir können nicht mit Geld umgehen!“. In diesem Sinne auch *Johanning* (Fn. 67), Rdn. 721, 763; *Kohlert* (Fn. 5), S. 220 ff.; optimistischer *Mülbert*, *ZHR* 177 (2013), 160, 207.

<sup>93</sup> Kritisch zu dieser Wertung des Gesetzgebers *Jungermann/Belting*, *Gruppendynamik und Organisationsberatung* 35 (2004), 239, 251; *Kohlert* (Fn. 5), S. 220 ff., 231 ff.

<sup>94</sup> Siehe *Buck-Heeb*, *ZHR* 176 (2012), 66, 93, 95.

<sup>95</sup> Siehe auch *Buck-Heeb*, *ZHR* 176 (2012), 66, 93, die von „Präventivwirkung“ spricht; *Buck-Heeb*, *WM* 2014, 385, 388 f.; in diese Richtung auch *Sethe*, *AcP* 212 (2012), 80, 98. Kritisch *Köndgen*, *BKR* 2011, 283, 285.

<sup>96</sup> Siehe BaFin (Fn. 19), *MaComp* BT 7.1 Nr. 4, BT 7.4 Nr. 5, BT 7.5 Nr. 3a und BT 7.8 Nr. 3b.

<sup>97</sup> Mit Wirkung vom 1. April 2013 ersetzte die FCA die Financial Services Authority (FSA). Siehe s. 6 *Financial Services Act* 2012.

auch die Einschätzung gehört, dass der Kunde die Anlagerisiken verstehen kann.<sup>98</sup> Dies wird aber nicht weiter konkretisiert, sondern einer Einzelfallbetrachtung überlassen.<sup>99</sup>

Allerdings analysiert die FCA vermehrt spezifische Produktmärkte und fokussiert dabei auch auf das Risikoverständnis der Kunden. So untersuchte sie im Jahr 2012 den bankmäßigen Vertrieb von komplexen Produkten zur Absicherung von Zinssatzänderungen an unkundige kleine Unternehmen, die sie als Privatkunden einordnete. Die Untersuchung beschränkte sie deshalb auf solche Unternehmen, weil sie es als unwahrscheinlich ansah, dass diese Unternehmen die Risiken dieser Produkte verstehen können.<sup>100</sup> Einen Schritt weiter ging die FCA bei der Untersuchung des Marktes für „unregulated collective investment schemes“ (UCIS) wie bestimmte Hedge Fonds, Private Equity Fonds oder Venture Capital Fonds.<sup>101</sup> Hier machte sie von ihren Befugnissen zur Produktintervention<sup>102</sup> Gebrauch. Der Vertrieb dieser Anlageprodukte an Privatkunden ist grundsätzlich gesetzlich untersagt.<sup>103</sup> Ausgenommen davon war aber zunächst der Vertrieb im Wege der Anlageberatung.<sup>104</sup> Nachdem die FCA bei der Beratung von UCIS erhebliche Mängel feststellte, schränkte sie die Ausnahmebestimmung ein, so dass „normale Privatkunden“ nicht mehr zu UCIS beraten werden können, weil sie die komplexe Risikostruktur dieser Produkte nicht verstehen können. Grundsätzlich zulässig bleibt die Beratung zu UCIS an hochvermögende Privatkunden sowie für die eng umschriebene Kategorie der sachkundigen, erfahrenen Privatkunden.<sup>105</sup> Allerdings sind für diese beiden Kundengruppen nun gesteigerte Anforderungen an die Geeignetheitsprüfung vorgesehen. Außerdem haben solche Kunden ein Formblatt zu unterschreiben, das Warnhinweise über das hohe Totalverlustrisiko enthält.<sup>106</sup> Diese Anforderungen dürften im Ergebnis die Wirkung erzielen, dass der Kunde einem Verständnistest unterzogen wird. Ausdrücklich vorgeschrieben ist ein solcher aber nicht, um festzustellen, ob diese Kunden hinreichend sachkundig und erfahren sind.<sup>107</sup> Zuletzt hat die FCA den Vertrieb von und die Beratung zu CoCo-Bonds an „normale Privatkunden“ temporär seit dem 1. Oktober 2014 untersagt.<sup>108</sup> Wiederum bezog sie sich maßgeblich darauf, dass diese Produkte ungeeignet für normale Privatkunden seien, weil sie deren komplexe Risikostruktur nicht verstehen können.

Gegen diesen neuen, interventionistischen Regulierungsansatz der FCA spricht, dass er keine Ausnahmen für „normale Privatkunden“ zulässt, selbst wenn diese im Einzelfall ein hinreichendes Produktverständnis haben oder ein solches durch eine individuelle Aufklärung erzielt werden kann. Verlangt man in den hier beschriebenen Fällen hingegen zwingend einen geeig-

---

<sup>98</sup> FCA Handbook, COBS 9.2.1R, COBS 9.2.2R.

<sup>99</sup> Siehe *Hudson*, Securities Law, 2. Aufl. 2013, Rdn. 3-70. Vgl. FSA, Interest rate hedging products: pilot findings, March 2013, S. 13.

<sup>100</sup> FSA (Fn. 99), S. 3, 8.

<sup>101</sup> Dazu und zum Folgenden: FSA, Consultation Paper CP12/19, Restrictions on the retail distribution of unregulated collective investment schemes and close substitutes, August 2012; FCA, Policy Statement PS 13/3, Restrictions on the retail distribution of unregulated collective investment schemes and close substitutes, June 2013.

<sup>102</sup> S. 137D Financial Services and Markets Act 2000. Neu eingeführt durch s. 24 Financial Services Act 2012.

<sup>103</sup> S. 238(1) Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>104</sup> FCA Handbook, COBS 4.12.1R(4) a.F. i.V.m. s. 238(5) Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>105</sup> Siehe FCA Handbook, COBS 4.12.4R n.F. Die FCA nimmt in FCA (Fn. 101), S. 5 eine Einteilung von Privatkunden in drei verschiedene Kundengruppen vor: Sophisticated investors, high net worth individuals und ordinary retail investors.

<sup>106</sup> Einzelheiten bei FCA Handbook, COBS 4.12.6R ff.

<sup>107</sup> Siehe COBS 4.12.11G („taking reasonable steps to satisfy itself that the investor does in fact have the requisite experience, knowledge or expertise to understand the risks“).

<sup>108</sup> Siehe FCA Handbook, COBS 4.14; FCA, Restrictions in relation to the retail distribution of contingent convertible instruments, August 2014, Rdn. 42, 46 f. Auch die BaFin hat sich grundsätzlich gegen den Vertrieb von Coco-Bonds an Privatkunden im Wege der Anlageberatung ausgesprochen: BaFin Journal 10/2014, S. 12.

neten Verständnistest für die Geeignetheitsprüfung bei „normalen Privatkunden“,<sup>109</sup> wären solche Ausnahmen möglich. Ein Verständnistest ist damit ein milderes Mittel.

## **VI. Ausblick: MiFID II und Verordnungsvorschlag Basisinformationsblatt**

### **1. Informationsmodell und verständliche Risikoauflklärung**

Die MiFID II übernimmt im Kern das hier dargestellte Informations- und Beratungsmodell der MiFID, enthält aber etliche Ergänzungen und Konkretisierungen im Detail.<sup>110</sup> Art. 24 Abs. 4, Abs. 5 MiFID II ist parallel zu Art. 19 Abs. 3 MiFID ausgestaltet. Nunmehr ist es den Mitgliedstaaten allerdings freigestellt, ob die Pflichtinformationen in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden können.<sup>111</sup> Hier ist abzuwarten, wie sich der deutsche Umsetzungs-gesetzgeber entscheiden wird. Derzeit überarbeitet ESMA die bestehenden Art. 27 bis 33 MiFID-DRL. Zu rechnen ist mit gezielten Verbesserungen, die sich insbesondere auf den Inhalt und die Präsentation von Risiken in Informationsmaterial für Privatkunden beziehen.<sup>112</sup> Änderungen für das Gebot der Verständlichkeit schlägt ESMA im Konsultationspapier zur MiFID II hingegen nicht vor. Gesteigerte Anforderungen an die Risikoauflklärung enthält Art. 24 Abs. 11 UAbs. 2 MiFID II, wenn Wertpapierdienstleistungen zusammen mit anderen Dienstleistungen oder Produkten als Paket angeboten werden.

#### **1.1 Informationen über den Zielmarkt des Finanzinstruments**

In Erweiterung zur MiFID muss sich die Risikoauflklärung auch darauf beziehen, ob die Finanzinstrumente für Kleinanleger oder professionelle Kunden bestimmt sind, wobei der bestimmte Zielmarkt im Einklang mit Art. 24 Abs. 2 MiFID II zu berücksichtigen ist.<sup>113</sup> Durch die Bezugnahme auf den „Zielmarkt“ wird das Informationsmodell mit einem neuartigen Ansatz der Produktregulierung in der MiFID II<sup>114</sup> verknüpft. Ein Finanzinstrument wird den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarktes von Endkunden jedenfalls nur genügen, wenn einem Durchschnittskunden dieses Zielmarktes das Finanzinstrument mit seinen Risiken hinreichend verständlich gemacht werden kann. Ist diese Bedingung erfüllt, lassen sich aus dem Gebot der Verständlichkeit keine faktischen Vertriebsbeschränkungen für Kundengruppen innerhalb dieses Zielmarktes ableiten. Abgesehen von dieser Änderung gelten die obigen<sup>115</sup> Ausführungen zum Privatkundenleitbild und zum Mindestmaß an Verständnishorizont im Informationsmodell der MiFID für Art. 24 Abs. 3-5 MiFID II entsprechend.

Beim Vertrieb von Finanzinstrumenten müssen Wertpapierfirmen den Zielmarkt von Endkunden „berücksichtigen“, Art. 24 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II. Aufgrund dieser unglücklichen Formulierung ist unklar, ob aus der Norm eine Vertriebsbeschränkung für Kundengruppen folgt, die außerhalb des vorgesehenen Zielmarkts von Endkunden für ein Finanzinstrument stehen.<sup>116</sup> Dafür spricht nach den derzeitigen Vorschlägen von ESMA, dass Vertriebsstellen

---

<sup>109</sup> Für Art. 19 Abs. 4 MiFID lässt sich dies durch eine entsprechende Konkretisierung der Tatbestandsmerkmale „die Informationen einholen, die sie benötigen“ sowie „nach vernünftigem Ermessen davon ausgehen können“ des Art. 35 Abs. 1 MiFID-DRL erreichen.

<sup>110</sup> Im Folgenden wird nur auf die Neuerungen der MiFID II betreffend eine verständliche Risikoauflklärung eingegangen. Weitergehend *Geier/Schmitt*, EWS 2012, 264 ff.; *Kurz*, DB 2014, 1182 ff.; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437 ff.; *Veil/Lerch*, WM 2012, 1605, 1607 ff. Ausführlich zu den Auswirkungen der MiFID II auf die Anlageberatung *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221 ff.

<sup>111</sup> Art. 24 Abs. 5 S. 2 MiFID II.

<sup>112</sup> Siehe ESMA, Consultation paper MiFID II/MiFIR, ESMA/2014/549 v. 22.5.2014, S. 91, 94 f., 96, 98.

<sup>113</sup> Art. 24 Abs. 4 S. 2 lit. b MiFID II.

<sup>114</sup> Art. 24 Abs. 2, Art. 16 Abs. 3 MiFID II. Dazu *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 453 f.

<sup>115</sup> Siehe oben III.3.

<sup>116</sup> Bejahend *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 454 f. Offen lassend *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221, 225; *Kurz*, DB 2014, 1182, 1186 f.

auch diejenigen Kundengruppen identifizieren müssen, für die das Finanzinstrument ungeeignet ist.<sup>117</sup> Die Geeignetheitsprüfung bei der Anlageberatung wird nicht dadurch präjudiziert oder gar ersetzt, dass der individuelle Kunde zum Zielmarkt von Endkunden des Finanzinstruments gehört, das der Berater empfehlen möchte.<sup>118</sup> Weder aus der MiFID II noch aus dem Konsultationspapier von ESMA ergibt sich aber, ob die Geeignetheit eines Finanzinstruments für einen individuellen Kunden bei der Anlageberatung *per se* entfällt, wenn er nicht zum vorgesehenen Zielmarkt von Endkunden gehört.

## 1.2 Basisinformationsblatt

Ein dem § 31 Abs. 3a WpHG entsprechendes Kurzinformativblatt für die Anlageberatung regelt die MiFID II nicht. Allerdings steht auf Unionsebene die Einführung eines kurzen und leicht verständlichen Basisinformativblattes für „verpackte“ Anlageprodukte<sup>119</sup> für Kleinanleger im Verordnungswege kurz bevor.<sup>120</sup> Auch Anlageberater müssen dieses Basisinformativblatt bei der Beratung zu solchen Produkten einsetzen. Verpackte Anlageprodukte sind insbesondere geschlossene oder offene Investmentfonds einschließlich OGAW, kapitalbildende Lebensversicherungen, strukturierte Einlagen, derivative Finanzinstrumente und sämtliche strukturierte Produkte unabhängig von ihrer Form.<sup>121</sup> Das Basisinformativblatt wird standardisiert zur Verfügung gestellt und steht neben den Pflichtinformationen aus Art. 24 Abs. 4, Abs. 5 MiFID II. Dies entspricht dem Verhältnis zwischen Pflichtinformationen und Kurzinformativblatt nach dem WpHG. Damit wirkt das Basisinformativblatt einer Informationsüberlastung durch Kleinanleger bei der Anlageberatung nur begrenzt entgegen.<sup>122</sup> Es muss für einen durchschnittlichen Kleinanleger verständlich sein.<sup>123</sup> Weitere Differenzierungen in verschiedene Verkehrskreise von Kleinanlegern werden nicht verlangt. Die obigen Ausführungen<sup>124</sup> zum Privatkundenleitbild und zum Mindestmaß an Verständnishorizont beim Kurzinformativblatt i.S.d. § 31a Abs. 3a WpHG sind damit auf das Basisinformativblatt ebenfalls übertragbar.

Abzuwarten bleibt, wie der deutsche Gesetzgeber das Verhältnis zwischen § 31 Abs. 3a WpHG und dem Basisinformativblatt regeln wird.<sup>125</sup> Es bietet sich eine an § 31 Abs. 3a S. 3 WpHG angelehnte Lösung an, so dass an die Stelle des Kurzinformativblattes bei Anlageprodukten i.S.d. Verordnung die Übermittlung des Basisinformativblatts tritt.

## 2. Beratungsmodell

---

<sup>117</sup> ESMA (Fn. 112), S. 49. Möglich sind dann auch Beschränkungen des Vertriebs bestimmter Finanzinstrumente auf bestimmte Vertriebskanäle, z.B. nur im Wege der Anlageberatung (vgl. Art. 24 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID II).

<sup>118</sup> Siehe Art. 16 Abs. 3 UAbs. 7 MiFID II; Erwägungsgrund 71 MiFID II.

<sup>119</sup> I.S.d. Art. 4 lit. a - ac der Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformativblätter für Anlageprodukte in der am 15.4.2014 vom Europäischen Parlament beschlossenen Fassung (Verordnungsvorschlag Basisinformativblatt). Die Verordnung bedarf noch der Zustimmung des Rates.

<sup>120</sup> Dieses Basisinformativblatt besprechen *Brenncke* (Fn. 18), S. 870 ff.; *Loacker*, in: FS Lorenz, 2014, S. 259 ff.; *Loritz*, WM 2014, 1513 ff.; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 450 f., 459 f.; *Seitz/Juhnke/Seibold*, BKR 2013, 1 ff.

<sup>121</sup> Erwägungsgrund 6 Verordnungsvorschlag Basisinformativblatt; *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformativblätter für Anlageprodukte, KOM(2012) 352, 3.7.2012, S. 8.

<sup>122</sup> Zu Recht skeptisch *Heiss/Mönnich*, VersRdsch 2013, 32, 34 f. Die Ausführungen oben IV.4.3 gelten analog.

<sup>123</sup> *Europäische Kommission* (Fn. 121), S. 9.

<sup>124</sup> Siehe oben IV.4.

<sup>125</sup> Zu Unterschieden zwischen dem Basisinformativblatt und dem Kurzinformativblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG siehe *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 459 f.; *Seitz/Juhnke/Seibold*, BKR 2013, 1, 7 f.

Art. 25 Abs. 2 MiFID II übernimmt im Grundsatz die Pflichten des Anlageberaters zur Exploration und zur Geeignetheitsprüfung aus Art. 19 Abs. 4 MiFID, enthält aber einige neue<sup>126</sup> Konkretisierungen. Aus Art. 25 Abs. 2 MiFID II fließt selbst keine Informationspflicht des Anlageberaters über das konkrete Finanzinstrument, das er dem Kunden empfehlen möchte. Abschließende Aussagen zu den Grenzen individueller Risikoauflärung, zu faktischen Vertriebsbeschränkungen und zur Überprüfung des Verständniserfolgs beim Kunden bei der Anlageberatung sind noch nicht möglich, weil die Durchführungsnormen zu Art. 25 Abs. 2 MiFID II noch nicht vorliegen. Allerdings lässt das Konsultationspapier der ESMA zur MiFID II<sup>127</sup> nicht erkennen, dass insoweit Änderungen gegenüber der bisherigen Rechtslage eintreten werden.

Art. 25 Abs. 6 UAbs. 2 MiFID II erweitert die bisher aus Art. 19 Abs. 8 MiFID fließenden Berichtspflichten für Anlageberater um eine Erklärung zur Geeignetheit, die erläutert, wie die erteilte Empfehlung den Präferenzen, Zielen und sonstigen Merkmalen des Kunden entspricht. Da die Berichtspflicht der Empfehlung nachfolgt, lässt sich jedenfalls aus ihr selbst keine Informationspflicht des Beraters ableiten, den individuellen Kunden über die Risiken eines konkreten Finanzinstruments vor Abgabe der Empfehlung aufzuklären. Dies entspricht der derzeitigen Lage im deutschen Recht zum Beratungsprotokoll i.S.d. §§ 34 Abs. 2a WpHG, 14 Abs. 6 WpDVerOV,<sup>128</sup> weil § 14 Abs. 6 S. 1 Nr. 3 WpDVerOV dahingehend interpretiert wird,<sup>129</sup> dass nur die während der Beratung tatsächlich erteilten Informationen zu Finanzinstrumenten zu dokumentieren sind.

### 3. Produktintervention

Die neuen Produktinterventionsmöglichkeiten nach Art. 40 ff. MiFIR<sup>130</sup> erlauben unter qualifizierten Voraussetzungen auch Vertriebsbeschränkungen von bestimmten Finanzinstrumenten gegenüber bestimmten Gruppen von Privatkunden, so wie es die FCA in England schon heute praktiziert. Diese Befugnisse liegen primär bei den mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden; die ESMA ist nur in Ausnahmefällen zuständig.<sup>131</sup> Zu bestimmen ist, wie sich solche ausdrücklichen Vertriebsbeschränkungen oder -verbote zu den faktischen Vertriebsbeschränkungen aus dem Informations- und Beratungsmodell der MiFID II verhalten. Dies wird im Folgenden für die Konstellation untersucht, dass Anlageberater unkundige Kleinanleger zu bestimmten Finanzinstrumenten mit komplexer Risikostruktur beraten, die diese nicht verstehen können.<sup>132</sup> Unterstellt man hier einmal, dass eine solche Vertriebstätigkeit „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwirft“,<sup>133</sup> müssen insbesondere weitere folgende drei Voraussetzungen erfüllt sein, bevor die BaFin mit dem Mittel der Produktintervention eingreifen

---

<sup>126</sup> Siehe insbesondere Art. 25 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II für die Empfehlung eines gebündelten Dienstleistungs- oder Produktpakets. Ausdrücklich fordert Art. 25 Abs. 2 MiFID II auch eine Exploration der Risikotoleranz des Kunden und der Fähigkeit des Kunden, Verluste zu tragen.

<sup>127</sup> ESMA (Fn. 112), S. 131 ff.

<sup>128</sup> Zum Anpassungsbedarf des deutschen Rechts an Art. 25 Abs. 6 UAbs. 2 MiFID II siehe *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221, 227.

<sup>129</sup> *Koller* (Fn. 15), § 34 Rdn. 21.

<sup>130</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente. Die MiFIR tritt am 3.1.2017 in Kraft. Zur Produktintervention nach der MiFIR ausführlich *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 47 ff.

<sup>131</sup> Erwägungsgrund 29 MiFIR; Art. 40 Abs. 2 UAbs. 1 lit. c MiFIR; *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 47 f.

<sup>132</sup> Dies bemängelte die FCA insbesondere bei der Beratung von Kleinanlegern zu UCIS; siehe FCA (Fn. 101), Rdn. 2.26 ff.

<sup>133</sup> I.S.d. Art. 42 Abs. 2 UAbs. 1 lit. a MiFIR. Das lässt sich nur im Einzelfall feststellen, in den insbesondere auch einfließt, welches Ausmaß die beanstandete Vertriebstätigkeit hat, welche konkreten Finanzinstrumente und Kleinanleger(gruppen) betroffen sind und wie hoch die Anzahl der betroffenen Kleinanleger ist. Derzeit arbeitet ESMA Kriterien dafür heraus, wann „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“ gegeben sind (vgl. Art. 42 Abs. 7 MiFIR und ESMA (Fn. 112), S. 169 ff.).

kann.<sup>134</sup> Bestehende aufsichtsrechtliche Anforderungen aus dem Unionsrecht dürfen diesen Bedenken nicht hinreichend begegnen (a); diese Bedenken können nicht<sup>135</sup> besser durch eine stärkere Aufsicht oder Durchsetzung der bestehenden Anforderungen beseitigt werden (b); und die Produktintervention ist verhältnismäßig (c).

Nach der hier vertretenen Ansicht fließen aus dem Beratungsmodells der MiFID II faktische Vertriebsbeschränkungen. Sie stehen einer Beratung unkundiger Kleinanleger zu Finanzinstrumenten mit komplexer Risikostruktur entgegen und bieten auf materiell-rechtlicher Ebene einen hinreichenden Schutz vor den Gefahren durch die hier beanstandete Vertriebstätigkeit. Deshalb ist die Bedingung (a) grundsätzlich nicht erfüllt. Aufsichtsrechtlich liegt der Kern des Problems nicht an fehlenden effektiven gesetzlichen Vorgaben, sondern auf der Ebene der mangelhaften Durchsetzung dieser Vorgaben. Dies hat auch ESMA erkannt.<sup>136</sup> Die Gefahr für den Anlegerschutz ließe sich durch eine stärkere behördliche Durchsetzung der bestehenden Vorgaben also deutlich verringern. Das spricht dafür, dass auch die Bedingung (b) im Grunde nicht gegeben ist. Für diese Bedingung sollte darauf abgestellt werden, dass eine stärkere Aufsicht oder Durchsetzung bestehender Vorschriften die Gefahren für den Anlegerschutz nicht hinreichend aufzulösen vermag. Diese Auslegung von Art. 40 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b Var. 2 MiFIR fügt sich gut in den Ausnahmecharakter<sup>137</sup> der Befugnis zur Produktintervention ein. Sie wirkt Anreizen entgegen, die Durchsetzung bestehender Anforderungen zu vernachlässigen und stattdessen sogleich mit dem Mittel der Produktintervention vorzugehen. Auch die Bedingung (c), die Verhältnismäßigkeit einer Produktintervention, ist für die hier untersuchte Konstellation grundsätzlich zu verneinen, weil die Pflicht, einen geeigneten Verständnistest durchzuführen, ein milderes Mittel gegenüber einer ausdrücklichen Vertriebsbeschränkung ist.<sup>138</sup> Mildere Mittel sind vorrangig vor den Befugnissen aus Art. 40 ff. MiFIR zu ergreifen.<sup>139</sup>

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die aus der MiFID II fließenden faktischen Vertriebsbeschränkungen für die Beratung unkundiger Kleinanleger regelmäßig einer Befugnis der Aufsichtsbehörden zur Produktintervention entgegenstehen, die daran ansetzt, dass unkundige Kleinanleger zu Finanzinstrumenten beraten werden, die diese nicht verstehen können.

## VII. Zinsswap-Entscheidung des BGH im Lichte des Aufsichtsrechts

### 1. Ausstrahlungswirkung

Nachdem das aufsichtsrechtliche Gebot der Verständlichkeit konkretisiert und der aufsichtsrechtliche Schutz von (unkundigen) Kleinanlegern bei der Anlageberatung bestimmt wurde, ist auf die Kritik an der Zinsswap-Entscheidung des BGH einzugehen, dass die Urteilsgründe zur verständlichen Risikoaufklärung den aufsichtsrechtlichen Wertungen des Privatkundenregimes<sup>140</sup> des WpHG widersprechen. Aus dem Aufsichtsrecht strahlen das Gebot der Verständ-

---

<sup>134</sup> Art. 42 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b, c MiFIR. Weitere Voraussetzungen enthalten Art. 42 Abs. 2 UAbs. 1 lit. d-f MiFIR.

<sup>135</sup> Richtig muss es in Art. 42 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b, 2. Var. MiFIR heißen: „das Problem *nicht* besser durch eine stärkere Aufsicht [...] gelöst würde“. Das Wort *nicht* wurde in der deutschen Fassung vergessen; siehe die englische und französische Fassung der Norm.

<sup>136</sup> Siehe ESMA, MiFID practices for firms selling complex products, ESMA/2014/146, 7.2.2014, Rdn. 6, 8.

<sup>137</sup> Ebenso *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl. 2014, S. 829. Diesen Charakter legen die qualifizierten Voraussetzungen in Art. 40 Abs. 2, 42 Abs. 2 MiFIR nahe. Eben Für einen sparsamen Einsatz der Produktintervention plädiert auch ESMA (Fn. 112), S. 167 f.

<sup>138</sup> Siehe oben V.5.

<sup>139</sup> Ebenso *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 49.

<sup>140</sup> Die Urteilsgründe und die Sachverhaltsbeschreibung des BGH sowie der Vorinstanzen im Zinsswap-Urteil geben keinen Aufschluss darüber, ob das mittelständische Unternehmen heute als Privatkunde i.S.d. § 31a Abs. 3

lichkeit, das leicht verständliche Kurzinformativblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG und die Geeignetheitsprüfung (§ 31 Abs. 4 WpHG) auf die zivilrechtlich geforderte verständliche Risikoaufklärung des Beraters aus.<sup>141</sup> Eine Abweichung der Pflichtenprogramme ist zwar nicht ausgeschlossen. Allerdings besteht ein erhöhter Argumentationsaufwand, wenn die aufsichtsrechtlichen Wertungen zivilrechtlich nicht rezipiert und durch zivilrechtliche Kriterien überlagert werden. Eine solche Begründung liefert der BGH im Zinsswap-Urteil nicht. Dies ist aber auch nicht erforderlich, weil seine Ausführungen zur verständlichen Risikoaufklärung mit dem Aufsichtsrecht im Einklang stehen, wie im Folgenden dargelegt wird.

## 2. Typisiertes Privatkundenleitbild vs. zivilrechtlicher individueller Schutzmaßstab

Zivilrechtlich bestimmt sich die Verständlichkeit der Risikoaufklärung bei der Anlageberatung nach dem Horizont des individuellen Kunden. Insoweit besteht eine Wertungsparallele zur aufsichtsrechtlichen Geeignetheitsprüfung. Das aufsichtsrechtliche Gebot der Verständlichkeit und § 31 Abs. 3a WpHG stellen demgegenüber auf den typisierten Verständnishorizont eines Durchschnittskunden ab. Daher liegt der Gedanke nicht fern, diese beiden Anforderungen für die Konkretisierung der zivilrechtlich geforderten verständlichen Risikoaufklärung aufgrund eines wesentlichen Wertungsunterschiedes<sup>142</sup> unberücksichtigt zu lassen. Dem ist jedoch nicht zu folgen, denn die aufsichtsrechtlichen Normen und das zivilrechtliche Pflichtenprogramm liegen enger beieinander als es diese Unterscheidung auf den ersten Blick vermuten lässt. Dafür spricht dreierlei:

### 2.1 Annäherungen der Schutzmaßstäbe

Erstens ist bei einer rein individuellen Informationserteilung der individuelle Kunde zugleich die aufsichtsrechtlich relevante Kundengruppe für § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV, so dass auf den Verständnishorizont des individuellen Kunden abzustellen ist.<sup>143</sup> Auch für diese „Kundengruppe“ gilt jedoch, dass das vom Privatkundenleitbild vorausgesetzte Mindestmaß an Verständnishorizont unwiderleglich beim Kunden unterstellt wird. Zweitens verdrängen die Wertungen des § 31 Abs. 4 WpHG das Gebot der Verständlichkeit nicht bei der Anlageberatung, sondern überlagern es, so dass unkundigen Kleinanlegern ein höheres Schutzniveau gewährt wird.<sup>144</sup> Diese Überlagerung ist bei der Ausstrahlungswirkung ebenfalls zu berücksichtigen. Drittens ist auch dem zivilrechtlichen Pflichtenprogramm ein typisierter Schutzmaßstab bekannt.<sup>145</sup> Der BGH unterstellt dem Kunden ein zwingendes Mindestmaß an Verständnishorizont, wenn er in normativ-objektiver<sup>146</sup> bzw. typisierender<sup>147</sup> Betrachtungsweise verlangt,

---

WpHG einzuordnen wäre oder ob es die Größenmerkmale des § 31a Abs. 2 S. 2 Nr. 2 WpHG erfüllt und damit als professioneller Kunde einzuordnen wäre.

<sup>141</sup> Zur Ausstrahlungswirkung zuletzt *Koch*, ZBB 2014, 211, 213 ff. und aus der Rechtsprechung BGH WM 2014, 1382 Rdn. 35-37.

<sup>142</sup> Für einen wesentlichen Wertungsunterschied zwischen der aufsichtsrechtlichen kundengruppenspezifischen Informationspflicht und der vertragsrechtlichen individuellen Aufklärungspflicht sprechen sich aus: *Kohlert* (Fn. 5), S. 224 f.; *Lenenbach* (Fn. 28), Rdn. 11.204; *Teuber*, in: *Teuber*, Wertpapierrecht 2011, Rdn. 6.

<sup>143</sup> Siehe oben III.2.2.

<sup>144</sup> Die Argumentation gilt entsprechend für das Verhältnis von individueller Risikoaufklärung im Rahmen des § 31 Abs. 4 WpHG und leicht verständlichem Kurzinformativblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG.

<sup>145</sup> Ebenso *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 90 f.; *Forschner* (Fn. 18), S. 143. Das Zivilrecht kennt Objektivierungen von Verhaltensanforderungen (Typisierungen); siehe *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66 92 und zu weiteren Beispielen aus dem allgemeinen Zivilrecht *Maier*, VuR 2013, 3, 4. Vgl. zur Kritik an Typisierungen im Verbraucherschutzrecht *Bydlinski*, AcP 204 (2004), 309, 368 ff., 380 ff.; *Mohr*, AcP 204 (2004), 660, 674 ff.

<sup>146</sup> BGH WM 2011, 1652 Rdn. 19; BKR 2013, 17 Rdn. 23; WM 2013, 1983 Rdn. 11.

<sup>147</sup> BGH BKR 2013, 288 Rdn. 16; WM 2013, 119 Rdn. 15; NJW-RR 2013, 244 Rdn. 46; BKR 2013, 17 Rdn. 39; WM 2012, 1520 Rdn. 34; WM 2011, 682 Rdn. 38; WM 2011, 640 Rdn. 18.

dass der Kunde eines Anlageberaters allgemein bekannte (offenkundige) Tatsachen kennen müsse.<sup>148</sup>

Schutzlos bleiben damit diejenigen unkundigen Kleinanleger, die den von der Rechtsprechung angelegten Typisierungsstandard nicht erreichen.<sup>149</sup> Insoweit besteht eine Parallele mit dem typisierten durchschnittlichen Privatkunden, der dem aufsichtsrechtlichen Gebot der Verständlichkeit und auch § 31 Abs. 3a WpHG zugrunde liegt. Der vertragsrechtlich typisierte Verständnishorizont lässt sich jedoch nicht mit dem abstrakt-generell typisierten Verständnishorizont der aufsichtsrechtlichen Gebote gleichsetzen, weil Unterschiede im Typisierungsgrad bestehen.<sup>150</sup> Das zivilrechtliche Pflichtenprogramm nähert sich den aufsichtsrechtlichen Standards aber konzeptionell an, wenn der BGH ein Mindestmaß an Verständnishorizont beim individuellen Kunden zwingend voraussetzt. Der Unterschied im Typisierungsgrad schließt eine Ausstrahlungswirkung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben daher nicht *per se* aus.

## **2.2 Vereinbarkeit zivilrechtlicher Typisierungen mit § 31 Abs. 4 WpHG**

Aus der Perspektive der Ausstrahlungswirkung liegt die Problematik des typisierten Schutzmaßstabs im Zivilrecht nicht bei den aufsichtsrechtlichen Informationspflichten, sondern beim Beratungsmodell, das sich am Schutz des individuellen Kunden ausrichtet. Der bei der Geeignetheitsprüfung grundsätzlich anzulegende objektive Maßstab lässt allerdings Raum für Typisierungen des Verständnishorizonts individueller Kunden. Ein Berater kann „nach vernünftigem Ermessen“ grundsätzlich davon ausgehen, dass ein individueller Kunde offenkundige Tatsachen kennt. Solche Typisierungen sind Ausdruck des notwendigen Interessenausgleichs zwischen Berater und Kunde. Damit beachtet § 31 Abs. 4 WpHG faktisch Obliegenheiten von Anlegern zur Selbstinformation, wie sie in der zivilrechtlichen Rechtsprechung anerkannt sind. Aufsichtsrechtlich stehen diejenigen Kleinanleger, die den typisierten Verständnishorizont nicht erreichen, aber nicht schutzlos, weil für § 31 Abs. 4 WpHG solche Typisierungen widerlegbar sind. Sie greifen z.B. nicht, wenn der Berater feststellt oder ein mit pflichtgemäßer Sorgfalt handelnder Berater erkennen muss, dass der Kunde offenkundige Tatsachen tatsächlich nicht kennt, etwa weil ihm selbst rudimentäres Wissen über Finanzinstrumente und wirtschaftliche Zusammenhänge fehlt. Diese aufsichtsrechtliche Wertung ist für das zivilrechtliche Pflichtenprogramm des Anlageberaters zu übernehmen.

## **3. Faktische Vertriebsbeschränkungen**

Die vom BGH aufgestellten, hohen Anforderungen an die Verständlichkeit der Risikoaufklärung im Zinsswap-Urteil sind aus aufsichtsrechtlicher Perspektive auf der Ebene der freiwilligen Risikoaufklärung des Kunden einzuordnen. Übertragen auf das Aufsichtsrecht konkretisiert der BGH diejenigen Voraussetzungen, die vorliegen müssen, damit der Berater „nach vernünftigem Ermessen“ davon ausgehen kann, dass der Kunde die Risiken verstehen kann. Da § 31 Abs. 4 WpHG die freiwillige Risikoaufklärung des Kunden nicht spezifisch regelt, fehlen gerade aufsichtsrechtliche Vorgaben für die geforderte Intensität der Risikoaufklärung, die der vom BGH durchgeführten Konkretisierung des zivilrechtlichen Pflichtenprogramms eines sorgfaltsgemäß handelnden Beraters widersprechen würden. Der vom BGH eingeschlagene Weg über konkrete Anforderungen an die Verständlichkeit ist im Kern zu begrüßen, weil er Beweisprobleme für geschädigte Privatkunden bei der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen verringert. Ohne diese Anforderungen müsste nämlich der betroffene

---

<sup>148</sup> Den Anleger trifft eine Obliegenheit zur Selbstinformation. Kritisch zu dieser Rechtsprechung und zur allgemein bekannten (offenkundigen) Tatsache als Argumentationsfigur *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 338; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 259 f.; *Klöhn*, ZIP 2010, 1005, 1008 ff.; *Winter*, WM 2014, 1606, 1609 f.

<sup>149</sup> *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 632; *dies.*, ZHR 177 (2013), 310, 338.

<sup>150</sup> Vgl. *Brenncke* (Fn. 18), S. 1047, 1049 ff. Vgl. zum unterschiedlichen Charakter von Schutzgesetz und allgemeiner zivilrechtlicher Verkehrspflicht BGH NJW 2008, 3778 Rdn. 16; *Dieckmann*, AcP 213 (2013), 1, 40.

Anleger zumindest nachweisen, aufgrund welcher Anhaltspunkte bei der Exploration oder im Kundenverhalten bei der Risikoaufklärung ein sorgfaltsgemäß handelnden Berater begründete Zweifel darüber hätte haben müssen, dass der Kunde die Risiken des empfohlenen Finanzinstruments verstehen kann. Zu einer Verbesserung der Beweissituation des Kunden hat der Gesetzgeber zwar das schriftliche Beratungsprotokoll eingeführt.<sup>151</sup> Aktuelle empirische Befunde<sup>152</sup> zeigen aber auf, dass dieser Zweck derzeit nicht erreicht wird, weil in der Beratungspraxis erhebliche Mängel im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit von Protokollen sowie bei der Befolgung der Pflicht zur Aushändigung des Protokolls bestehen.

Soweit die vom BGH geforderten Anforderungen an die verständliche Risikoaufklärung in eine faktische Vertriebsbeschränkung eines CMS Spread Ladder Swaps münden, werden aufsichtsrechtliche Wertentscheidungen ebenfalls nicht missachtet. Das Aufsichtsrecht anerkennt faktische Vertriebsbeschränkungen, die vor allem bei der Beratung zu Finanzinstrumenten mit komplexer Risikostruktur auftreten können. Der BGH stellt die hohen Anforderungen an die Verständlichkeit auch für den konkreten Einzelfall auf.<sup>153</sup> Die Entscheidung lässt also nicht den Schluss zu, dass der Vertrieb von CMS Spread Ladder Swaps im Wege der Anlageberatung nunmehr für alle Privatkunden zivilrechtlich faktisch ausgeschlossen ist. Der Kreis der Privatkunden, denen die Risiken eines hochkomplexen CMS Spread Ladder Swaps nicht verständlich gemacht werden können, wird zwar ausgesprochen groß sein. Es ergibt sich aber auch aus dem Aufsichtsrecht, dass die Reichweite faktischer Vertriebsbeschränkungen parallel mit der Komplexität der Risikostruktur von Finanzinstrumenten steigt.

Im Hinblick auf unkundige Kleinanleger ist folgende Wertentscheidung aus § 31 Abs. 4 WpHG auf den zivilrechtlichen Grundsatz der anlegergerechten Risikoaufklärung übertragbar: Wenn ein Berater dem Kunden nur Finanzinstrumente mit einfach überschaubaren Anlagerisiken verständlich machen kann, muss sich die Beratung auf diese Produkte begrenzen. Wie die Zinsswap-Entscheidung des BGH nahe legt, lassen sich solche aus dem Aufsichtsrecht ausstrahlenden, faktischen Vertriebsbeschränkungen zivilrechtlich mit konkreten Anforderungen an die Verständlichkeit der Risikoaufklärung gewährleisten.<sup>154</sup>

#### **4. Verlagerung des Verständnisrisikos auf den Berater?**

##### **4.1 Überprüfung des Verständniserfolgs im Ausnahmefall**

In Anlehnung an die aufsichtsrechtliche Geeignetheitsprüfung kann die Überprüfung des Verständniserfolgs als konkretisierter Pflichteninhalt der anlegergerechten verständlichen Beratung im Ausnahmefall erforderlich sein.<sup>155</sup> Dieser Ausnahmefall erlangt wie auch im Aufsichtsrecht gerade bei der Beratung unkundiger Kleinanleger Bedeutung. In seiner Zinsswap-Entscheidung ließ der BGH offen, wie sich der Berater die Gewissheit zu verschaffen hat, dass sein Kunde die von ihm geschilderten Anlagerisiken in jeder Hinsicht verstanden hat. Anknüpfend an das Aufsichtsrecht sind das Nachfragen des Beraters und eine Verständniser-

---

<sup>151</sup> § 34 Abs. 2a WpHG. Zur eingeschränkten Beweiswirkung des Beratungsprotokolls, insbesondere bei lückenhafter Dokumentation, siehe *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1754; *Koller*, in: FS Schneider, 2011, S. 651, 666.

<sup>152</sup> ITA Institut für Transparenz GmbH, Evaluierung der Beratungssituation im Geldanlage- und Versicherungsbereich, 18.2.2014, abrufbar unter: [http://www.bmjv.de/SharedDocs/Kurzmeldugen/DE/2014/20140625\\_Beratungsprotokolle.html](http://www.bmjv.de/SharedDocs/Kurzmeldugen/DE/2014/20140625_Beratungsprotokolle.html).

<sup>153</sup> BGH WM 2011, 682 Rdn. 29 („Umständen des Einzelfalls“).

<sup>154</sup> Dadurch wird auch ersichtlich, dass die Möglichkeiten des BGH, einen angemessenen Interessenausgleich zwischen Anlageberatern und Privatkunden über zivilrechtliche Aufklärungspflichten herzustellen, nicht auf die Stellschraube der Informationshöhe beschränkt sind; dies übersieht *Koch*, ZBB 2014, 211, 217.

<sup>155</sup> Ein Zwang zur Überprüfung des Verständniserfolgs beim Kunden ergibt sich allerdings weder aus dem Aufsichtsrecht noch aus dem Zivilrecht, weil sich der Anlageberater dafür entscheiden kann, dem Kunden das konkrete Finanzinstrument nicht zu empfehlen.

klärung des Kunden ungeeignet, diese Gewissheit herzustellen.<sup>156</sup> Die Überprüfung des Verständniserfolgs lässt sich faktisch nur mit einem geeigneten Verständnistest erreichen.<sup>157</sup>

#### 4.2 Überprüfung des Verständniserfolgs als Ersatz für die Erkundigungspflicht

Der BGH stellte in der Zinsswap-Entscheidung allerdings deshalb hohe Anforderungen an die anlegergerechte Beratung, weil er die erforderliche Risikobereitschaft beim Kunden feststellen wollte, über die sich der Berater trotz seiner Erkundigungspflicht nicht gesondert informiert hatte. Er wollte also vom tatsächlichen Risikoverständnis des Anlegers auf dessen Risikobereitschaft schließen.<sup>158</sup> Überträgt man diese Argumentation sinngemäß auf das Aufsichtsrecht, konkretisiert sie den Grundsatz der Erforderlichkeit<sup>159</sup> der Exploration in dem Sinne, dass eine Exploration der Risikobereitschaft des Kunden nicht gesondert notwendig ist, wenn der Kunde infolge der Risikoaufklärung durch den Berater die Risiken des Finanzinstruments in jeder Hinsicht tatsächlich versteht. Aus der Perspektive des ausstrahlenden Aufsichtsrechts ist diese Vorgehensweise des BGH zulässig, auch wenn man geteilter Meinung sein kann, ob sie in dem konkreten Einzelfall überzeugt. Wichtig ist, dass der BGH über das Verständniserfordernis nicht auf die Übereinstimmung des empfohlenen Finanzinstruments mit den Anlagezielen des Kunden schließt – dann wäre aufsichtsrechtlich gesprochen ein Teil der Geeignetheitsprüfung unzulässig nivelliert –, sondern nur die Einholung einer von mehreren Informationen in Bezug auf die Anlageziele als nicht erforderlich ansieht.

Abzulehnen ist die Argumentation des BGH allerdings im Hinblick auf den Zeitpunkt der Überprüfung des Verständniserfolgs.<sup>160</sup> Der BGH formulierte, dass sich der Berater „noch vor der Anlageentscheidung seines Kunden“<sup>161</sup> die Gewissheit über das Risikoverständnis verschaffen müsse. Hier muss es aber richtig heißen, dass sich der Berater diese Gewissheit „noch vor oder bei der Anlageempfehlung des Beraters“ zu verschaffen hat. Zivilrechtlich ist in der Rechtsprechung des BGH anerkannt, dass der Berater nur Produkte empfehlen darf, die mit den Anlagezielen des Kunden tatsächlich übereinstimmen, also auch dessen Risikobereitschaft entsprechen.<sup>162</sup> Einzelne Schritte dieser Prüfung können der Empfehlung daher nicht nachgelagert werden. Gleiches gilt im Aufsichtsrecht, weil die Geeignetheitsprüfung Voraussetzung für eine Empfehlung durch den Berater ist.

#### 5. Vermittlung eines realistischen Eindrucks von den Risiken

Wertentscheidungen des Aufsichtsrechts berücksichtigt der BGH auch, indem er zwischen einer Risikoaufklärung differenziert, die das unbegrenzte Verlustrisiko nur als ein theoretisches beschreibt und die dieses Risiko als für den Kunden real darstellt.<sup>163</sup> Verhaltenswissenschaftliche Forschungsergebnisse zeigen auf, dass die Wahrnehmung der Risiken bei identi-

---

<sup>156</sup> Das Aufsichtsrecht enthält keine Wertentscheidung für die Frage, ob sich ein Schadensersatzanspruch eines Kunden bei zunächst unverständlicher Risikoaufklärung durch den Berater dadurch gemäß § 254 BGB verringert, dass der Kunde auf Nachfrage des Beraters eine Verständniserklärung abgibt, ohne die Risiken des Finanzinstruments tatsächlich verstanden zu haben. Für ein Mitverschulden in dieser Konstellation *Spindler*, NJW 2011, 1920, 1923 f. Der BGH schließt einen Mitverschuldenseinwand in Beratungsfällen aber weitreichend aus; siehe nur BGH WM 2010, 1690 Rdn. 15; WM 2011, 682 Rdn. 41; kritisch *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1056.

<sup>157</sup> Auch *Spindler*, NJW 2011, 1920, 1921 sieht Verständnistests als Konsequenz der hohen Anforderungen an die anlegergerechte Beratung im Zinsswap-Urteil des BGH an; ähnlich *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 163.

<sup>158</sup> Kritisch zu dieser Vorgehensweise des BGH *Lehmann*, JZ 2011, 749, 750. Zustimmend für das Zivilrecht *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 228 ff. Ablehnend für das Aufsichtsrecht *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 140.

<sup>159</sup> § 31 Abs. 4 S. 1 WpHG („die erforderlich sind“), Art. 19 Abs. 4 MiFID („notwendigen“).

<sup>160</sup> Insoweit zu Recht kritisch *Koller* (Fn. 15), § 31 Rdn. 140.

<sup>161</sup> BGH WM 2011, 682 Rdn. 24.

<sup>162</sup> Siehe nur BGH WM 2011, 682 Rdn. 24.

<sup>163</sup> Siehe BGH WM 2011, 682 Rdn. 29. Dem BGH i.E. zustimmend: *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 236; *Klöhn*, ZIP 2011, 762, 764; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 97.

scher Informationslage in Abhängigkeit von deren Präsentation erheblich variieren kann.<sup>164</sup> Insbesondere ist es ein erheblicher Unterschied für die Risikowahrnehmung durch den Kunden – jedenfalls durch einen typischen Kleinanleger –, ob Risiken nur als theoretisch und abstrakt oder als real beschrieben werden.<sup>165</sup> Für die Verständlichkeit der Risikoaufklärung ist daher sowohl zivil- als auch aufsichtsrechtlich zu fordern, dass die Präsentation der Risiken des Finanzinstruments geeignet sein muss, beim Kunden einen realistischen Eindruck von den Risiken hervorzurufen, damit er das Ausmaß der Risiken leicht erfassen kann.<sup>166</sup> Mittels empirischer Studien<sup>167</sup> lässt sich z.B. feststellen, (a) welche Darstellungsmethoden zu einer Untergewichtung und abschwächenden Interpretation von Risiken durch einen typischen Kleinanleger führen und (b) welche Darstellungsmethoden ungeeignet sind, die realen Wahrscheinlichkeiten der Risikoverwirklichung wirkungsvoll an einen typischen Kleinanleger zu übermitteln.<sup>168</sup> Solche Präsentationsweisen können – in (widerlegbarer) typisierender Betrachtungsweise – einen Verstoß gegen das zivilrechtliche Gebot verständlicher Risikoaufklärung und damit eine vertragsrechtliche Pflichtverletzung des Beraters indizieren.

Für eine verständliche Risikoinformation verlangt der BGH im Zinsswap-Urteil weiter, dass die Bank den Kunden eindeutig über das Chance-Risiko-Profil des konkreten Anlageprodukts aufklärt.<sup>169</sup> Gerade für die Beratung unkundiger Kleinanleger mit begrenzter Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität ist diese Anforderung zu übernehmen und ein entscheidender Schritt hin zu einer effektiven Risikoaufklärung.<sup>170</sup> Die Risiken sind so darzustellen, dass der Kunde einen realistischen Eindruck vom Chance-Risiko-Profil des Finanzinstruments gewinnen kann.

## 6. Informationsüberlastung

Über die Aufklärung des Chance-Risiko-Profiles hinausgehend fordert der BGH im Zinsswap-Urteil weitergehend, dass die Bank dem Kunden alle „Elemente der Formel zur Berechnung des variablen Zinssatzes [...] und ihrer konkreten Auswirkungen [...] bei allen denkbaren Entwicklungen des „Spreads““ eingehend erläutere.<sup>171</sup> Das ist insofern richtig, als besonders hohe Risiken eine gesteigerte Aufklärung erfordern. Indem der BGH aber einen ganz erheblichen Umfang an Risikoinformationen verlangt, begibt er sich auf den Pfad der Informationsüberlastung, der dem Kunden gerade keinen realistischen Eindruck von den hohen Verlustrisiken vermitteln kann.<sup>172</sup> Dass die vom BGH geforderte Intensität der Aufklärung nicht überzeugt, wird auch erkennbar, wenn man zwischen den kundengruppenspezifischen Risikoinformationen (§ 31 Abs. 3, Abs. 3a WpHG) einerseits und der individuellen Risikoaufklärung

---

<sup>164</sup> *Diacon/Hasseldine*, 28 *Journal of Economic Psychology* 2007, 31, 35, 48; *Jordan*, *Behavioral Finance und Werbung für Investmentfonds*, 2004, S. 97, 140, 165, 183, 191 f., 201; s.a. *Tversky/Kahneman*, 211 *Science* 1981, 453 ff.; *Weber/Siebenmorgen/Weber*, 25 *Risk Analysis* 2005, 597, 608.

<sup>165</sup> Zustimmung *Klöhn*, ZIP 2011, 762, 764; s.a. OLG München WM 2011, 1897; OLG Stuttgart WM 2012, 890, 892; OLG Karlsruhe BKR 2014, 205, 210 f. Anders die Wertung von OLG Bamberg WM 2009, 1082, 1092 (allerdings in Bezug auf einen Finanzfachmann); *Lehmann*, BKR 2008, 488, 495; *Lieder*, GWR 2011, 175, 176.

<sup>166</sup> Zum erheblichen Einfluss der Präsentation von Informationen auf die Anlageentscheidung siehe *Brenncke*, WM 2014, 1749; *Loacker*, in: FS Lorenz, 2014, S. 259, 267 ff.

<sup>167</sup> Derzeit werden z.B. an der Universität Zürich Experimente zum Einfluss verschiedener Darstellungsweisen von Rendite und Risiko eines Finanzprodukts auf das Verständnis und das Verhalten von Anlegern durchgeführt.

<sup>168</sup> Zu Vorschlägen für eine effektive Risikodarstellung in Informationen siehe *Klöhn* (Fn. 44), S. 190 ff.; *Loacker*, in: Verschraegen (Hrsg.), *Interdisziplinäre Studien zur Komparatistik und zum Kollisionsrecht* (Bd. III), 2012, S. 45, 78; *Sunstein*, 73 *University of Chicago Law Review* 2006, 249, 261 ff.

<sup>169</sup> BGH WM 2011, 682 Rdn. 29.

<sup>170</sup> Für eine effektive Risikoaufklärung ebenfalls auf die Verdeutlichung des Chance-Risiko-Profiles abstellend: *Koch*, BKR 2012, 485, 492. Ähnlich *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 282 f.; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 97.

<sup>171</sup> BGH WM 2011, 682 Rdn. 29. So schon *Roller/Elster/Knappe*, ZBB 2007, 345, 356.

<sup>172</sup> Zu Recht kritisch deshalb auch *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 284; *Koch*, BKR 2012, 485, 488, 491; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 284; *Lieder*, GWR 2011, 175, 176; *Spindler* (Fn. 23), 33. Kap. Rdn. 85.

(§ 31 Abs. 4 WpHG) andererseits unterscheidet. Jedenfalls bei der individuellen Aufklärung sollte eine Informationsüberlastung berücksichtigt werden, die durch eine standardisierte und kundengruppenspezifische Aufklärung auftreten kann. Wer den Kunden daraufhin verpflichtet, im Falle einer Informationsüberlastung Rückfragen an die Bank zu stellen,<sup>173</sup> der vernachlässigt, dass die ausstrahlende aufsichtsrechtliche Wertung anders ausfällt. Aufsichtsrechtlich wird dem Gebot der Verständlichkeit nur entsprochen, wenn der Kunde die Bedeutung und Tragweite der Informationen ohne weiteres Nachfragen erkennen kann. Diese Anforderung gilt auch für die individuelle Risikoaufklärung des Kunden bei der Anlageberatung und ist für den zivilrechtlichen Grundsatz der verständlichen Risikoaufklärung zu übernehmen.

Trotz dieser Kritik missachtet der vom BGH eingeschlagene Pfad keine aufsichtsrechtlichen Wertungen, denn wie aufgezeigt sind das aufsichtsrechtliche Gebot der Verständlichkeit und das Kurzinformativblatt nur stumpfe Schwerter gegen das Übel der Informationsüberlastung bei der Anlageberatung. Da § 31 Abs. 4 WpHG die (freiwillige) Risikoaufklärung nicht regelt, fehlt es auch dieser Norm an einer klaren aufsichtsrechtlichen Wertentscheidung gegen die Informationsüberlastung, die auf die zivilrechtlichen Beratungsstandards ausstrahlen könnte.

Gerade der Schutz unkundiger Kleinanleger lässt sich effektuieren, wenn man für die anlegergerechte Beratung konsequent darauf fokussiert, dass der Kunde die Bedeutung und das Ausmaß der Risiken ohne weiteres Nachfragen erkennen können muss. Diese Anforderung hat eine doppelseitige Schutzwirkung. Einerseits begrenzt sie die an unkundige Kleinanleger übermittelbare Informationsmenge, weil eine umfangreiche Risikoaufklärung Verständnisprobleme verursachen kann, die sich nur über weiteres Nachfragen auflösen lassen. Damit steht diese Anforderung dem Ansatz des aufsichtsrechtlichen Gesetzgebers nahe, der Kurzinformativblätter mit begrenzter Informationsmenge zum Schutz von Kleinanlegern eingeführt hat. Andererseits gibt es Finanzinstrumente mit komplexer Risikostruktur, die eine ausführliche Risikoaufklärung erfordern. Da unkundige Kleinanleger diese Risikoaufklärung regelmäßig nicht ohne weiteres Nachfragen überblicken können, besteht für diese Produkte eine faktische Vertriebsbeschränkung. Wiederum zeigt sich, dass sich die aus § 31 Abs. 4 WpHG fließenden faktischen Vertriebsbeschränkungen solcher Finanzinstrumente im Zivilrecht über Anforderungen an die Verständlichkeit der Aufklärung durchsetzen lassen.

### **VIII. Zusammenfassung in Thesen**

1. Das in § 31 Abs. 2, Abs. 3 WpHG inhärente Privatkundenleitbild unterstellt zwingend ein Mindestmaß an Verständnishorizont. Unter diesem Niveau liegende Privatkunden (unkundige Kleinanleger) werden durch das Gebot der Verständlichkeit nur unzureichend geschützt. Gleiches gilt im Kern für das leicht verständliche Kurzinformativblatt i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG. Aus §§ 31 Abs. 3, Abs. 3a WpHG lässt sich ebenfalls ableiten, dass bestimmte Finanzinstrumente mit komplexer Risikostruktur gegenüber bestimmten Kundenkreisen nicht verständlich dargestellt und daher faktisch nicht an sie vertrieben werden können.
2. Die kundengruppenspezifischen, standardisierten Pflichtinformationen aus § 31 Abs. 3, Abs. 3a WpHG gewährleisten kein hinreichendes Verständnis der Risiken von Finanzinstrumenten durch unkundige Kleinanleger. Deren aufsichtsrechtlicher Schutz wird bei der Anlageberatung primär durch die Geeignetheitsprüfung gewährt.
3. Bei der Geeignetheitsprüfung kann der Berater grundsätzlich aufbauend auf den explorierten Informationen und einer individuellen Risikoaufklärung auf das Risikoverständnis des Kunden schließen (objektive Prüfung). Im Ausnahmefall kann aber eine Überprüfung des

---

<sup>173</sup> So Braun/Lang/Loy (Fn. 6), Rdn. 388.

Verständniserfolgs beim Privatkunden erforderlich sein, die sich mit einem Verständnistest, nicht aber mit einer Verständniserklärung des Kunden erreichen lässt. Dieser Ausnahmefall erlangt gerade bei der Beratung unkundiger Kleinanleger Bedeutung.

4. Auch im Beratungsmodell kann eine hinreichend verständliche Risikoaufklärung scheitern. § 31 Abs. 4 WpHG anerkennt damit ebenfalls faktische Vertriebsbeschränkungen. Unkundige Kleinanleger werden durch das Empfehlungsverbot für sie ungeeigneter Finanzinstrumente geschützt. Ihnen dürfen in der Regel nur Finanzinstrumente aus einer eingeschränkten Produktpalette mit einfach überschaubaren Anlagerisiken empfohlen werden.

5. Das aufsichtsrechtliche Informations- und Beratungsmodell in Bezug auf eine verständliche Risikoaufklärung bleibt nach der MiFID II und der bevorstehenden Verordnung der EU zum Basisinformationsblatt im Kern bestehen und wird nur in Details modifiziert. Die aus der MiFID II fließenden faktischen Vertriebsbeschränkungen bei der Anlageberatung stehen regelmäßig einer Befugnis der Aufsichtsbehörden zur Produktintervention entgegen, die daran ansetzt, dass unkundige Kleinanleger zu Finanzinstrumenten beraten werden, die diese nicht verstehen können.

6. Das aufsichtsrechtliche Gebot der Verständlichkeit, das leicht verständliche Kurzinformati-  
onsblatt (§ 31 Abs. 3a WpHG) und die Geeignetheitsprüfung (§ 31 Abs. 4 WpHG) strahlen auf die zivilrechtlich geforderte verständliche Risikoaufklärung des Beraters aus. Zwischen dem typisierten Privatkundenleitbild im Aufsichtsrecht und dem typisierten Schutzmaßstab im Zivilrecht bestehen deutliche Parallelen.

7. Die vom BGH im Zinsswap-Urteil aufgestellten hohen Anforderungen an die Verständlichkeit der Risikoaufklärung stehen mit dem Informations- und Beratungsmodell des WpHG im Einklang. Aus dem Aufsichtsrecht ausstrahlende, faktische Vertriebsbeschränkungen lassen sich im Zivilrecht mit Anforderungen an die Verständlichkeit der Risikoaufklärung gewährleisten, um Beweisprobleme für geschädigte Anleger zu verringern.

8. Parallel zum Aufsichtsrecht kann auch zivilrechtlich die Überprüfung des Verständniserfolgs – mittels eines Verständnistests – als konkretisierter Pflichteninhalt der anlegergerechten Beratung im Ausnahmefall gefordert sein.

9. Für die Beratung unkundiger Kleinanleger ist primär darauf abzustellen, dass ihnen ein realistischer Eindruck über das Chance-Risiko-Profil des Finanzinstrument verschafft wird. Der vom BGH im Zinsswap-Urteil geforderte Umfang der Risikoaufklärung widerspricht zwar verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen zur Informationsüberlastung, nicht aber Wertentscheidungen des Aufsichtsrechts. Der zivilrechtliche Grundsatz der verständlichen Risikoaufklärung ist so zu präzisieren, dass der Kunde die Bedeutung und das Ausmaß der Risiken ohne weiteres Nachfragen erkennen können muss.

10. Aufsichtsrechtlich halten die Geeignetheitsprüfung und zivilrechtlich das Gebot der anlegergerechten Beratung geeignete und flexible Stellschrauben bereit, um unkundige Kleinanleger a) in einer für sie verständlichen Weise über die Risiken von Finanzinstrumenten aufzuklären und b) durch faktische Vertriebsbeschränkungen vor Anlagen in Finanzinstrumenten zu schützen, deren Risiken sie nicht überblicken können. Der Schaffung neuer, schärferer Verhaltensanforderungen bedarf es nicht. Eine andere Frage ist es, wie stark diese Schrauben durch die Aufsichtsbehörde einerseits und die Zivilgerichte andererseits angezogen werden, um einen effektiven Schutz unkundiger Kleinanleger zu gewährleisten. Die vom BGH im Zinsswap-Urteil aufgestellten Anforderungen an die verständliche Risikoaufklärung zeigen in die richtige Richtung. Sie lassen sich für den Schutz unkundiger Kleinanleger bei der Anlageberatung fruchtbar machen.