

**Christoph Benicke:
Wertpapiervermögensverwaltung (Beiträge zum
ausländischen und internationalen Privatrecht 84).
Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, XLV, 1047 S.
[Rezension]**

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2007. "Christoph Benicke:
Wertpapiervermögensverwaltung (Beiträge zum ausländischen und
internationalen Privatrecht 84). Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, XLV, 1047 S.
[Rezension]." Archiv für die civilistische Praxis. Tübingen: Mohr Siebeck.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under the following conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publizieren/>



Literatur

Christoph Benicke: *Wertpapiervermögensverwaltung* (Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht 84). Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, XLV, 1047 S., 138,- €.

I. Die Erbgeneration tritt an. Die Wertpapierverwaltung, oder gleichbedeutend das Wertpapiermanagement vermögender Kunden, wird ein immer größeres Segment der Banken, mit dem sich gut Geld verdienen lässt. Im krassen Gegensatz dazu steht die bisherige juristische, dogmatische Vertiefung in diesem Bereich, gab es bisher doch nur vereinzelte Beiträge zu diesem Thema. Dabei sind die Fragen durchaus spannend, welche Pflichten im Einzelnen geschuldet sind, wenn der Vermögensverwalter fremdnützig das Vermögen des Kunden verwaltet. Auch bei der Vermögensverwaltung galt nach dem Börsencrash 2001 das Bonmot: „Wie schafft man sich ein kleines Vermögen? Indem man dem Vermögensverwalter ein großes Vermögen in die Hand gibt!“ Die Thematik bekommt zusätzliche Komplexität, weil die zivilrechtlichen Beziehungen durch das Aufsichtsrecht und das europäische Recht beeinflusst und erst jüngst wieder durch die MiFiD¹ ergänzt wurden.

Nach der Habilitationsschrift von Rolf Sethe² erscheint nun die mehr als tausendseitige Habilitationsschrift von Christoph Benicke, die aus der von Herbert Kronke betreuten Habilitation hervorgeht. Diese wurde im Sommersemester 2002 von der Universität Heidelberg angenommen. Während die Arbeit von Sethe das Thema vor allem historisch bearbeitet, setzt Benicke den Schwerpunkt auf die Rechtsvergleichung zum US-amerikanischen Recht, so dass das Werk nicht von ungefähr in den Beiträgen zum ausländischen und internationalen Privatrecht des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht erscheint. Der Autor gliedert die Arbeit in zwei Teile, die er mit Grundlagen und Einzelfragen bezeichnet.

II. Noch in der Einleitung kommt der Bearbeiter zur Begriffsklärung. Die Vermögensverwaltung beschränkt sich auf fungible (handelbare) Finanzmarktinstrumente, wie es § 2 Abs. 3 Nr. 6 WpHG umschreibt. Die Vermögensverwaltung unterscheidet sich von der Anlageberatung in zweifacher Weise: Regelmäßig trifft der Vermögens-

¹ Richtlinie 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFiD), ABl. Nr. L 145, 1, geändert durch Änderungs-RiL 2006/31/EG v. 5.4.2006, ABl. Nr. L 114, 63.

² *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung mit Besprechung von *Möllers*, ZHR (ZHR) 170 (2006), 601 ff. Zu nennen sind etwa noch *Balzer*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1999; *Schäfer*, Vermögensverwaltung, in: BuB, Stand 2004.

verwalter die Anlageentscheidung, während bei der Anlageberatung diese Entscheidung vom Kunden getroffen wird; zudem erstreckt sich die Vermögensverwaltung üblicherweise auf einen längeren Zeitraum, während die Anlageberatung sich nur auf das konkrete Anlageobjekt bezieht. Diese theoretische Trennung wird allerdings gelegentlich durchbrochen, etwa wenn der Anlageberater doch dauerhaft das Depot überwacht und dem Kunden Anlagevorschläge unterbreitet.³

III. Im ersten Teil werden die rechtstatsächlichen, ökonomischen und rechtlichen Grundlagen gelegt. Erfreulicherweise beginnt der Bearbeiter mit einem rechtstatsächlichen Teil, um so die Aktualität und Relevanz der Thematik dem Leser deutlich vor Augen führen zu können: Im Ergebnis bleiben die empirischen Daten aber doch überschaubar. Eine individuelle Vermögensverwaltung verlangt zumeist Mindestbeträge von 250.000 Euro aufwärts, darunter gibt es bestenfalls Standarddepots oder die Möglichkeit, Investmentfondanteile zu erwerben. Immerhin betrieben im Jahr 2000 knapp 600 Institute eine Finanzportfolioverwaltung.⁴ Wegen der eingangs erwähnten Erbgeneration befindet sich der Markt aber in einer großen Wachstumsphase. In Formularverträgen wird die Anlagepolitik in sog. Anlagerichtlinien festgehalten, wobei vor allem Vereinbarungen über die Risikobereitschaft und die Ertragsersparungen getroffen werden. Neben Aktien werden auch Termingeschäfte und Optionen als Gestaltungsvarianten geregelt, die entweder unabhängig oder nur zur Absicherung des Portefeuilles eingesetzt werden dürfen. Regelmäßig erhält der Verwalter neben einer Vergütung von 0,5 – 1,0 % nebst Mehrwertsteuer die üblichen Provisionen, Steuern und Entgelte, die für den Erwerb von Wertpapieren anfallen. Überzeugend kritisiert der Bearbeiter, dass der Erfolg der Vermögensverwaltung bei Privatkunden noch nicht ex post gemessen wird.

Sodann bettet der Bearbeiter die Wertpapierverwaltung in den Kapitalmarkt ein. Deutlich trennt der Bearbeiter zwischen der Kontrolle von Unternehmen durch den Kapitalmarkt und durch Banken. Etwas überspitzt spricht er von „Gegenmodellen“ und nennt Vor- und Nachteile von banken- und marktorientierten Finanzsystemen. Tatsächlich wird man in Deutschland zur Zeit wohl von einem hybriden System sprechen können.⁵ Instrukтив schildert er die Gründe, warum die Globalisierung gerade auf den Kapitalmärkten voll durchschlägt: Weil das Anlagekapital nicht gegenständlich ist, kann es aufgrund der weltweiten Vernetzung der Datenverarbeitung in hoher Geschwindigkeit zu minimalen Kosten bewegt werden.

Unter dem Titel „Ökonomische Grundlagen“ schildert Benicke die einzelnen Bestandteile der Vermögensverwaltung. Im Mittelpunkt steht die Anlageentscheidung des Verwalters, der eine Analyse der persönlichen und finanziellen Verhältnisse zeit-

³ Diese Zwitter, wie etwa sog. Vermögensberatungsverträge, werden allerdings nicht weiter vertieft, angesprochen etwa bei *Balzer*, Vermögensverwaltung, in: *Welter/Lang*, Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr, 2005, Rn. 9.2.; *Roll*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1983, S. 33.; *Horn*, Anlageberatung, in: *BuB*, Stand: 2001 Rn. 7/1274; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 29.

⁴ *BAKred*, Jahresbericht 2000, S. 100. Jüngere Daten wurden leider nicht ausgewertet.

⁵ *Krabnen/Schmidt (Eds.)*, The German Financial System, 2004, S. 486; *Weber*, Finanzsysteme im Wettbewerb, 01/2005, p. 1, 7, abrufbar unter www.bundesbank.de; *Möllers*, 4 E.C.F.R. (2007) (im Erscheinen).

lich vorangeht und eine Erfolgskontrolle nachfolgt. Die Diversifikation muss das einzugehende Risiko angemessen widerspiegeln. Fundamentalanalyse und Technische Analyse sind Grundlage einer aktiven Strategie; daneben ist auch die passive Strategie am Markt vertreten. Der letzteren Strategie liegt die Überlegung zugrunde, dass die aktuellen Kurse eines Wertpapiers den wirklichen Wert zutreffend reflektieren. Im Ergebnis favorisiert der Bearbeiter diese Methode: die Hauptaufgaben des Verwalters bestehen nach einer erfolgten Auswahl dann vorrangig in einer optimalen Diversifikation, die der Risikopräferenz des Anlegers entspricht. Weit ausholend⁶ geht der Bearbeiter dann auf die Grundlagen der ökonomischen Analyse ein, um das Principal-Agent-Problem zu schildern, das sich dadurch ergibt, dass der Kunde die Qualität der Vermögensverwaltung als „Glaubensgut“ regelmäßig nicht oder nur mit hohem Aufwand überprüfen und der Entscheidungsspielraum des Verwalters zu opportunistischem, d.h. eigensüchtigem Verhalten führen kann. Spesenreiterei oder Interessenkonflikte sind dabei nur zwei naheliegende Fallgruppen. Schon an dieser Stelle werden abstrakt Möglichkeiten genannt, um die Informationsasymmetrie abzubauen: Anreize für den Verwalter, Informationspflichten, Selbstbindung⁷ und staatliche Überwachung. Um den Markt der Vermögensverwaltung nicht auszutrocknen, muss dabei auch der Vermögensverwalter selbst ein Interesse haben, diese Mittel zur Verminderung des Principal-Agents-Problems umzusetzen.

Recht aufwendig prüft der Bearbeiter dann die Frage, ob die Vermögensverwaltung als Dienst- oder Werkvertrag zu qualifizieren ist. Weil die Rechtsfolgen einer Qualifizierung als Werkvertrag, wie etwa das jederzeitige Kündigungsrecht nach § 649 BGB bei der Vermögensverwaltung als Dauerschuldverhältnis nicht passen, betrachtet er mit der ganz herrschenden Meinung die Vermögensverwaltung als Dienstvertrag.⁸ In einem nächsten Schritt konkretisiert der Bearbeiter die Vermögensverwaltung als Geschäftsbesorgungsvertrag gem. § 675 BGB, wobei hierfür als entscheidendes Kriterium die treuhänderische Einwirkungsmacht auf das Vermögen des Kunden genannt wird. Die Vermögensverwaltung wird über einen längeren Zeitraum durchgeführt; der Verwalter hat die Portfeuillestruktur anzupassen, soweit dies erforderlich wird. Dieses Dauerschuldverhältnis ist nach §§ 620 Abs. 1, 621 BGB ordentlich kündbar, außerordentlich nach § 314 BGB.

Der Bearbeiter stellt dann Macneils Theorie des Relationalvertrages⁹ dar, ohne dass deutlich würde, wofür er diese Ausführungen nutzbar machen möchte. Auch die Ausführungen zur Treuhand sind als Exkurs nicht für den Fortgang der Arbeit relevant, weil bei der Vermögensverwaltung der Kunde regelmäßig Inhaber der Wertpapiere bleibt, eine dingliche Rechtsposition des Verwalters aber nicht begründet wird.

⁶ Im Einzelnen setzt sich der Autor auseinander mit *Coase*, 3 J. of L. & Econ. 1 (1960); *Akerlofs*, 84 J. of Econ. 488 (1970); *Spence*, 87 Quart. J. of Econ. 744 (1973); *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse des Rechts, 3. Aufl. 2000.

⁷ Wobei hier schon die eingeführten Anlagerichtlinien hätten genannt werden können.

⁸ BGH v. 28.10.1997, BGHZ 137, 69, 73; *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 2. Aufl. 2001, § 111 Rn. 14.

⁹ Danach geht es den Parteien regelmäßig mehr um die Fortsetzung langfristiger Geschäftsbeziehungen als um die Durchsetzung ihrer ihnen formal zustehenden Rechte, s. *Macneil*, 47 S. Cal. L. Rev. 691, 805 (1974).

Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹⁰ als europäische Grundlage für die aufsichtsrechtlichen Regelungen der Vermögensverwaltung ist dann zentraler Punkt des vierten Abschnittes. Auch hier holt der Bearbeiter wieder weit aus, indem er die Wertpapierdienstleistungs-RiL als Teil des Binnenmarktkonzepts und des sog. Europäischen Passes beschreibt. All dies ist hinlänglich bekannt und geht weit über das hinaus, was für das eigentliche Thema der Vermögensberatung erforderlich gewesen wäre. Erfreulicherweise werden dann auch die neueren Aktivitäten genannt, wie das Lamfallusy-Verfahren und die MiFiD.¹¹ Allerdings fällt auf, dass der Schwerpunkt der Ausführungen bei der alten und zum Teil überholten Wertpapierdienstleistungs-RiL liegt und die Ausführungen zur MiFiD leider nur sehr knapp gehalten sind. So ist etwa ärgerlich, wenn über zahlreiche Seiten erklärt wird, warum die Anlageberatung in der Wertpapierdienstleistungs-RiL nur als Wertpapiernebdienstleistung geregelt wurde, um dann in einem Absatz zu erfahren, dass in der MiFiD die Anlageberatung nun auch als Wertpapierdienstleistung aufgenommen wurde (S.290). Recht schön sind allerdings wieder ökonomische Überlegungen, die eine Harmonisierung von Zulassung und Mindeststandards auf europäischer Ebene rechtfertigen. Zwar erhöhen sich hierdurch die Eintrittskosten, so dass der Wettbewerb tendenziell beschränkt wird. Der Kunde spart aber eigene Aufwendungen und kann darauf vertrauen, dass die wesentlichen Standards durch den Gesetzgeber vorgegeben werden (S.283 f.). Die Ausführungen zu möglichen Schadensersatzklagen wirken dagegen im Rahmen des Aufsichtsrechts deplaziert. Eher rechtshistorisch von Interesse sind auch die Ausführungen zur Umsetzung der Wertpapierdienstleistungs-RiL im Jahre 1997, die der Bearbeiter immerhin auf fast 90 Seiten erörtert (§ 16). Erneut nimmt der Bearbeiter eine Abgrenzung zwischen Vermögensverwaltung und Anlageberatung vor und orientiert sich dabei wieder an § 2 Abs. 3 Nr. 6 WpHG. Weiterführend sind rechtsvergleichende Ausführungen zum US-amerikanischen Recht: Auf Bundesebene hatte man sich dort weitgehend auf die Antifraud-Bestimmungen des § 17 (a) SA 1933, § 10(b) SEA 1934 mit Rule 10b-5 sowie § 15 (c)(1) SEA 1934 mit Rule 15c1-2 gestützt. Auch ein fiduziarisches Verhältnis kann eigene Pflichten begründen (S.335). Leider unterlässt es der Bearbeiter, an dieser Stelle diesen methodischen Ansatz für das deutsche Recht fruchtbar zu machen, könnten damit doch zahlreiche der weiter unten ausgeführten Pflichten begründet werden.¹²

Ausführlich schildert der Bearbeiter dann die Wohlverhaltensregeln des Art. 11 Wertpapierdienstleistungs-RiL, welche durch die §§ 31, 32 WpHG umgesetzt wurden.¹³ Dabei geraten die Ausführungen zu einer Kurzkomentierung der § 31 – 34

¹⁰ Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG v. 10.5.1993, ABl. Nr. L 141, 27.

¹¹ Die Umsetzungsfrist der MiFiD endet für die Mitgliedstaaten nicht am 30.4.2007 (so aber S. 259), sondern erst am 1.11.2007; vgl. Art. 70 MiFiD (Fn. 1).

¹² Für das Gesellschaftsrecht s. North Confidence Mining & Dev.Co. V. Fitch, 208 P. 328 (Cal. Ct. App. 1922); Stack v. Welder, 31 P 2d 426 (Cal. Ct. App. 1934); Gates v. Plainfield Trust Co., 191 A. 304, 318 (N.J. CH 1937) aff'd, 194 A. 65 (N.J. 1937); Cox/Hazen/O'Neal, Corporations, 1997, B. § 10.12, S. 205. Der Gedanke wurde jetzt für das deutsche Recht fruchtbar gemacht s. Grundmann, Der Treuhandvertrag, 1990, S. 166 ff., 421 ff.; Cabn, in: FS Wiese, 1998, S. 71, 76 f. Erst 100 Seiten später (S. 431 ff.) thematisiert er diese Fragestellung im Rahmen der Interessenwahrungspflicht.

¹³ S. hierzu Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, vor § 31 Rn. 1 ff.; Möllers, in: KK-WpHG, 2007, § 31 Rn. 21 ff.

WpHG. Unschärf bleiben die Überlegungen, welche Bindungswirkung der BaFin-Wohlverhaltensrichtlinie nach § 35 Abs. 4 WpHG als Verwaltungsvorschrift zukommt (S. 353 f.). Inzwischen hat etwa auch der Bundesgerichtshof festgestellt, dass die BaFin durch solche keine neuen Rechtspflichten statuieren kann.¹⁴ Im Rahmen des § 34a WpHG wird zwar die Unzulässigkeit der Vollrechtstreuhand diskutiert (S. 370 ff.), nicht aber darauf eingegangen, dass die Vollmachtstreuhand auch europäischem Recht widerspricht.¹⁵

Unter dem Thema „Zusammenfassung“ geht der Bearbeiter im 5. Abschnitt auf den Funktionen- und Anlegerschutz als Regelungsziele des Kapitalmarktrechts ein. Im Folgenden erörtert Benicke die Interessenwahrungspflicht, wobei er diese von der Treuepflicht abgrenzt. Erfreulich schildert er nun das fiduciary relationship, das dadurch geprägt ist, dass der Verwalter für den Kunden tätig wird und zur Erfüllung dieser Aufgaben Macht- und Einflusspositionen übertragen bekommt. Die Unzulässigkeit von Rückvergütungen (kick-backs) oder Spesenreiterei lässt sich so schlüssig erklären (S. 437). Weiterführend sind auch die rechtsvergleichenden Hinweise zum englischen Recht, in welchem die Interessenwahrungspflicht weiter konkretisiert wurde. Zustimmung kann man dem Bearbeiter auch in der Analyse, dass die §§ 31 ff. WpHG als „Doppelnormen“ zu qualifizieren seien, die neben ihrer aufsichtsrechtlichen Bedeutung auch die vertraglichen Nebenpflichten des § 241 Abs. 2 BGB näher ausgestalten (S. 478 ff.).¹⁶ Sodann folgt eine Abhandlung zum Rechtscharakter des § 31 WpHG, wobei auch hier wiederum die Ausführungen zum Discount Broking als überflüssiger Exkurs stören.

IV. Der zweite Teil dient dann dazu, Einzelergebnisse aus den allgemeinen Überlegungen des ersten Teils abzuleiten. Der Bearbeiter beginnt mit den Informationspflichten und unterscheidet zwischen Informationspflichten, die erforderlich sind, um das Leistungsangebot beurteilen zu können und solchen Informationspflichten, die dann Teil des Dienstleistungsangebotes sind. Wiederum sehr ausführlich formuliert der Bearbeiter Grundlagen, nämlich Begriffsklärungen zu Information, Aufklärung und Beratung sowie ökonomische Überlegungen zu vorvertraglichen Informa-

¹⁴ BGH v. 24.1.2005, WM 2006, 567 = ZIP 2006, 504, 506 unter II.2.b)bb) unter Berufung auf *Möllers/Ganten* ZGR 1998, 773, 803. S. auch *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht. Ein Rechtsvergleich der deutschen und britischen Regelung, 2006.

¹⁵ Hierzu *Süss*, Vermögensverwaltung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen, 2004, S. 133 ff.; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 34a Rn. 8; *Möllers*, in: KK-WpHG, § 2007, § 34a Rn. 43: In dem geplanten Umsetzungsgesetz zur MiFiD hat der Gesetzgeber reagiert: Er streicht die Formulierung „und im eigenen Namen und auf Rechnung des Kunden verwendet“ und betont, dass es unerheblich sei, ob Kundengelder im eigenen Namen und auf fremde Rechnung verwendet werden. Damit ist das Problem der Europarechtswidrigkeit endlich behoben. S. RegE eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes v. 14.9.2006, S. 55, abrufbar unter www.thomas-moellers.de/materialien.

¹⁶ Genauer spreche man von „Normen mit Doppelnatur“. S. vorher schon zum bisherige Recht *Leisch*, Informationspflichten nach § 31 WpHG, 2004, S. 94; *N. Lang*, ZBB 2004, 289, 294; *Möllers*, in: KK-WpHG, 2007, § 31 Rn. 6 ff.; für das österreichische Recht *Kalss*, Kapitalmarktrecht Bd. 1, 2005, § 6 Rn. 5.

tionspflichten. Zu den Informationspflichten gehören die Erkundigungspflicht sowie Aufklärung und Beratung, die dann möglicherweise in den Abschluss von einzelnen Anlagerichtlinien einfließen können.¹⁷ In den USA sind darüber hinaus Auskünfte geschuldet, welche die Dienstleistung selbst betreffen, z.B. über die Anlagestrategie oder etwa wie häufig das Depot überprüft wird. Weil Informationspflichten grundsätzlich auch die Transaktionskosten erhöhen, schreckt Benicke allerdings davor zurück, die Regelungen der USA schlicht zu übernehmen, sondern plädiert für eine sorgfältige Prüfung, ob im Einzelfall eine Informationspflicht statuiert werden sollte (S. 595 f.). In den weiteren Kapiteln erörtert der Bearbeiter dann die Interessenkonflikte. Im Einzelnen nennt er eine Reihe von Maßnahmen, welche Interessenkonflikte beschränken können, wie die Organisationspflichten des § 33 WpHG, Offenlegungspflichten, den Prioritätsgrundsatz und die Pflicht zur Gleichbehandlung.

Sehr ausführlich schildert Benicke die Fragestellung, welche rechtlichen Folgerungen beim Vorlaufen (frontruning) und Scalping angemessen sind, wenn das Wissen von einem Kundenauftrag ausgenutzt oder das Wertpapiergeschäft sogar durch eine Empfehlung selbst veranlasst wird. Wenn ein solches Verhalten den Interessen des Kunden entspricht, ist ein solches Geschäft ökonomisch nicht nachteilig. Allerdings führt bereits die Gefahr, dass Interessenkonflikte verletzt werden können, zu Wohlfahrtsverlusten, weil der Kunde dann Kosten zur Vermeidung solcher Konflikte aufwenden muss (S. 638 f.). Rechtlich helfen hier teilweise § 31 Abs. 1, § 32 Abs. 1 WpHG und das Verbot der Kurspreismanipulation gem. § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG.

Die Spesenreiterei (Churning), die durch übermäßig häufige Wertpapiertransaktionen entsteht, stellt eindeutig eine Pflichtverletzung dar. Beweiserleichterungen, wie sie in den USA üblich sind, lehnt der Bearbeiter überzeugend ab, weil der Kunde die Häufigkeit der Transaktionen anhand der Wertpapierabrechnungen auch unschwer nachweisen kann (S. 711 f.). Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Kunden müssen durch den Gleichheitsgrundsatz aufgelöst werden. Das Insiderrecht verbietet, Insiderinformationen weiterzugeben; es steht in Konflikt mit der Pflicht des Verwalters, Wertpapiergeschäfte im besten Interesse des Kunden wahrzunehmen. Während Vertreter der ökonomischen Analyse streiten, ob Insidergeschäfte die Informations-effizienz des Kapitalmarktes steigern, ist die Rechtslage auch bei unterschiedlicher dogmatischer Begründung in Europa und den USA eindeutig: Insidergeschäfte sind verboten. Wiederum holt der Bearbeiter weit aus und beginnt sogar mit der Rechtslage vor Erlass des WpHG. Im Ergebnis hat die Interessenswahrungspflicht gegenüber dem Insiderverbot zurückzutreten. Hierzu dienen etwa die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen oder Sperrlisten. Im Gegensatz zur Rechtslage in den USA soll der Verwalter aber den Kunden nicht über vorhandene Insiderinformationen in anderen Abteilungen aufklären müssen (S. 759 f.). Im nächsten Kapitel geht Benicke dann auf die einzelnen Pflichten bei der Vermögensverwaltung ein. Unter Hinzuziehung der modernen Kapitalmarkttheorie schafft es Benicke überzeugend, die bisherigen Kriterien (Gebot der Diversifikation, Verbot der Spekulation)¹⁸ weiter zu präzisieren. Es müssen vorrangig die Anlageziele des Kunden verwirklicht werden:

¹⁷ Hierzu bereits ausführlich etwa *Balzer*, in: *Welter/Lang*, Handbuch der Informationspflichten im Bankenverkehr, 2005, Rn. 9.13 ff.

¹⁸ S. etwa BGH v. 4.4.2002, WM 2002, 913 = ZIP 2002, 795; BGH v. 6.7.1993, WM 1993, 1455 = ZIP 1993, 1148; *Schäfer*, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 2. Aufl. 2004, § 19 Rn. 47.

Damit können passive, aber auch aktive Anlagestrategien im Vordergrund stehen; eine Fundamentalanalyse sei dabei in Bereichen wenig sinnvoll, in denen Informationseffizienz herrscht (S. 783). An dieser Stelle hätten die Pflichten allerdings noch stärker mit den verschiedenen denkbaren Risikoprofilen des Anlegers und ggf. vereinbarten Anlagerichtlinien verzahnt werden können.¹⁹

Ein knapp hundertseitiges Kapitel ist der Haftung gewidmet. Wiederum sehr grundsätzlich beginnt der Bearbeiter mit den Funktionen des Haftungsrechts. In Ergänzung der hinlänglich bekannten Überlegungen zur Ausgleich- und Präventionsfunktion des Schadensrechts vermisst man an dieser Stelle ökonomische Überlegungen zur richtigen Verteilung des Marktrisikos.²⁰ Auf Überlegungen der modernen Kapitalmarkttheorie basiert dann die Beantwortung der Frage, ob die realisierte Anlage mit den Anlagezielen des Kunden übereinstimmt oder ihnen widerspricht: Maßgeblich ist nicht der einzelne Anlagetitel, sondern die Gesamtbetrachtung des Portefeuilles. Überzeugend wendet sich der Bearbeiter insoweit gegen zahlreiche unterinstanzliche Entscheidungen, die auf das einzelne Anlageobjekt abstellen (S. 819 f.). Sehr präzise geht der Bearbeiter dann einzelne Schadenspositionen und Fragen der Beweiswürdigung durch. Verdienstvoll werden die einzelnen Tatbestandsmerkmale für verschiedene Pflichtverletzungen, wie etwa die fehlerhafte Beurteilung von Anlagetiteln, ein Verstoß gegen die Anlagerichtlinien oder die Spesenreiterei durchgeprüft.²¹ Der Bearbeiter möchte zudem eine Haftungsfreizeichnung für leichte Fahrlässigkeit zulassen (str., S. 867 ff.). Ein Mitverschulden des Anlegers könne nicht schon dann bejaht werden, wenn er sein Portefeuille nicht zeitnah überwacht.²² Nicht ganz naheliegend erörtert der Bearbeiter in einem eigenen Kapitel sodann die Stimmrechtsausübung des Verwalters. Im Rahmen des Entgelts diskutiert Benicke die Frage, ob eine erfolgsbezogene Vergütung Interessenkonflikte und etwa die Gefahr der Spesenreiterei minimieren kann. Dies lässt sich zwar grundsätzlich bejahen; umgekehrt besteht allerdings der negative Anreiz für den Vermögensverwalter, ein gegenüber der Vereinbarung höheres Risiko einzugehen, um eine höhere Rendite zu erzielen (S. 946). Die Arbeit endet mit Ausführungen zur Beendigung des Vertragsverhältnisses.

V. Ohne Zweifel liegt mit 1.000 Seiten ein Typus von Habilitationsschrift vor, der in den 80iger Jahren des letzten Jahrhunderts verbreitet war, inzwischen aber unüblich geworden ist. Bei einem solchen Umfang steigt naturgemäß die Gefahr von Redundanzen²³ und nicht immer zielführenden Exkursen. Was bei der Schnelligkeit des

¹⁹ Diese Überlegungen kommen dann aber weiter unten bei der Haftung unter Pflichtenstellung (S. 815 ff.).

²⁰ S. hierzu etwa *Weichert*, Der Anlegerschaden bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Diss. Augsburg 2007, § 11, S. 269 ff.

²¹ Leider fehlen aber Ausführungen zu unzulässigen Kick-back-Vereinbarungen, s. hierzu *Schäfer*, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 2. Aufl. 2004, § 19 Rn. 70; jüngst BGH v.19.12.2006, WM 2007, 487 = ZIP 2007, 518 m. Anm. *Möllers/Weninger*, LMK 2007, 220857. Solche Rückvergütungen werden dann aber unter Entgelt (S. 924 ff.) erörtert.

²² Vergleichbare Überlegungen existieren im Rahmen des Mitverschuldens bei einer Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung, s. *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 14 Rn. 127 ff.

²³ Dies gilt vor allen für den mehr als 500 Seiten umfassenden allgemeinen ersten

Wirtschaftsrechts noch relevanter ist: Wenn der Bearbeiter im Vorwort erklärt, die Arbeit wäre „im Wesentlichen auf den Stand Juli 2005 gebracht“, so kann man dem nur ansatzweise für die partielle Einarbeitung einzelner Vorschriften der MiFiD²⁴ zustimmen. Die nach 2002 erschienene Literatur und Rechtsprechung wurden ganz überwiegend nicht mehr berücksichtigt, so dass – wenig überraschend – gewichtige Werke fehlen.²⁵

Anhand der Wertpapiervermögensverwaltung hat der Bearbeiter zu zahlreichen relevanten Fragen des WpHG und des privaten Bankvertragsrechts Stellung genommen. Die Arbeit enthält eine Fülle von wichtigen Einzelergebnissen. Positiv an dem opus magnum ist hervorzuheben, dass Benicke durchgehend das US-amerikanische Recht mit einbezogen hat und dieses regelmäßig zu weiteren Erkenntnisgewinnen beiträgt.²⁶ Besonders lobenswert ist darüber hinaus die Einbeziehung empirischer Untersuchungen, Forschungsergebnissen der ökonomischen Analyse des Rechts und der modernen Kapitalmarkttheorie. Damit gelingt es Benicke, seine juristischen Einzelergebnisse überzeugend argumentativ abzusichern.

Augsburg

Prof. Dr. *Thomas M. J. Möllers*

Georg Bitter: *Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung*. Außenrecht der Verwaltungstreuhand (Jus Privatum 107). Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, XXIV, 550 Seiten, 109,-€.

1. Modernes Wirtschaftsleben läßt mühsam gewonnene rechtliche und technische Errungenschaften hinter sich: Es hatte die Anstrengungen von Jahrtausenden gekostet, bis Stellvertretung rechtlich möglich war. Und ebenso lang währte das Bemühen, über kürzere und längere Entfernungen hinweg den Austausch von Erklärungen in leiblicher Gegenwart mit Kommunikationsmitteln zu ersetzen. Beides scheint für Aktivitäten über ein eng begrenztes örtliches Umfeld hinaus unverzichtbar. Indessen wenden die natürlichen Personen sich zunehmend davon ab, als solche zu agieren. Vielmehr suchen sie aus verschiedensten Motiven wie Haftung, Ertragbesteuerung, Leichtigkeit des Umschlages, Professionalität, Gewicht, Effizienz, Diskretion anonymisierende Handlungsformen. Sie finden sie in rechtlichen Gewändern, welche sie allein anlegen können (GmbH), in Zusammenschlüssen (Kapitalgesellschaften; Fonds jedweder Rechtsform) und in beauftragtem Besorgen ihrer Interessen durch Spezialisten, welche den Auftraggeber kaum oder gar nicht erkennen lassen. Während Besitz oder Registereintrag von Gesetzes wegen noch immer

Teil. Die Kunst des Kürzens ist in deutschen juristischen Werken noch wenig verbreitet, s. allgemein *Zinsser*, *On Writing Well*, 25th ed. 2001; hierzu *Möllers*, *Juristische Arbeitstechnik und wissenschaftliches Arbeiten*, 3. Aufl. 2005, Rn. 419 ff.

²⁴ Hinweise auf die wichtigen Durchführungs-Richtlinien fehlen gänzlich, obwohl zahlreiche der vorbereiteten Consultation Paper des CESR Mitte 2005 schon vorlagen, s. im Einzelnen die Nachweise unter www.thomas-moellers.de/materialien.

²⁵ Vgl. etwa die Nachweise in den Fn. 14 ff., 17 f., 26.

²⁶ Beispielhaft hierfür etwa auch die rechtsvergleichenden Ausführungen von *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002.