

dann zu beachtende Stetigkeitsgrundsatz zu einer Eingrenzung der damit verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten führen.

III. Die Arbeit endet mit einem Reformvorschlag für die Konstruktion des Überschuldungstatbestands (S. 329 ff.). Die Fortführungsprognose gestaltet *Götz* in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung (Baumbach/Hueck/*Schulze-Osterloh*, GmbHG, 18. Aufl., 2006, § 64 Rn. 13 m. w. N.) als Zahlungsfähigkeitsprognose aus. Bei negativer Fortführungsprognose ist eine Überschuldungsbilanz nach Liquidationswerten aufzustellen. Ist die Fortführungsprognose positiv, bedarf es einer Überschuldungsbilanz nach den von ihm entwickelten Regeln. Soweit diese Bilanz nicht Zeitwerte im Sinne von anteiligen Ertragswertbeiträgen ausweist, ist zusätzlich eine Ertragsfähigkeitsprognose erforderlich.

IV. *Götz* ist ohne weiteres zuzugeben, daß für den Überschuldungstatbestand erhebliche Regelungslücken bestehen und daß diese auch nicht durch eine gefestigte Praxis ausgeglichen werden. Ob die Lösung aber in einer Verweisung auf die International Accounting Standards zu finden ist, erscheint zweifelhaft. Zum einen ist nicht anzunehmen, daß in absehbarer Zeit der Jahresabschluß des einzelnen Unternehmens nach diesen Regeln aufzustellen sein wird. Die Bundesregierung hat in ihrer Begründung zum Entwurf des Bilanzrechtsreformgesetzes dargelegt, daß sie am traditionellen HGB-Abschluß festhalten wolle, weil ein Abschluß nach IAS/IFRS nicht als Ausschüttungsbemessungsgrundlage geeignet sei (BT-Drucks. 15/3419, 23). Dieser Beurteilung ist zuzustimmen (*Arbeitskreis Bilanzrecht der Hochschullehrer Rechtswissenschaft*, BB 2002, 2372, 2373 ff.; *Schulze-Osterloh*, ZIP 2003, 93 ff. m. w. N.). Zum anderen ist die von *Götz* erwartete Rechtssicherheit durch die Anwendung der International Financial Reporting Standards nicht zu erwarten. Diese Standards unterliegen ständigen Änderungen durch das IASB, das mit kurz- und längerfristigen Forschungsprojekten befaßt ist, die teilweise auch darauf beruhen, daß man sich bemüht, zu einer Übereinstimmung mit den US-GAAP zu gelangen (*Hasenburg/Rabe*, Der Konzern 2005, 43, 48).

Die von *Götz* mit Recht geforderte Rechtssicherheit und Nachvollziehbarkeit für die Überschuldungsfeststellung ist daher wohl nur mit einer gesetzlichen Regelung der Überschuldungsbilanz zu erreichen, für welche seine Schrift wertvolle Anregungen enthält.

Berlin

Professor Dr. Joachim Schulze-Osterloh

Rolf Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung. Köln (Dr. Otto Schmidt) 2005, L, 1158 Seiten, € 149,-.

I. Die Anzahl vermögender Menschen nimmt zu; die „Erbengeneration“ tritt an, und so nimmt es nicht Wunder, dass der Bereich der Vermögensverwaltung sich zu einem immer bedeutenderen Geschäftsbereich für Banken, Versicherungen und andere Finanzdienstleister entwickelt. Hinzu kommt, dass jedermann zur privaten Altersvor-

sorge aufgerufen ist. Auch muss man nicht mehr Millionär sein, um in den Genuss einer Finanzberatung zu kommen, die über das übliche Kundengespräch in der Bankfiliale weit hinausgeht.¹ Viele einschlägige Hand- und Lehrbücher zum Bankrecht enthalten deshalb einen Abschnitt zur Vermögensverwaltung. *Rolf Sethe* hat sich in seiner von *Heinz-Dieter Assmann* in Tübingen betreuten Habilitationsschrift zum Ziel gesetzt, dieses Rechtsgebiet unter der Perspektive des Anlegerschutzes auf rechtsvergleichender Basis umfassend zu untersuchen. Der Bearbeiter gliedert seine Arbeit in drei Teile mit insgesamt 14 Kapiteln: Während die ersten 150 Seiten dazu dienen, den Untersuchungsgegenstand zu bestimmen, enthält der zweite Teil eine rechtshistorische, rechtsvergleichende und rechtstatsächliche Bestandsaufnahme. Der dritte Teil ab Seite 427 widmet sich dem eigentlichen Thema, nämlich dem heutigen Stand des Anlegerschutzes bei der Vermögensverwaltung.

II. Der erste Teil dient der Konkretisierung des Untersuchungsgegenstands, also der Begriffsklärung und den verschiedenen Erscheinungsformen der Vermögensverwaltung. Anlageberatern und Vermögensverwaltern gemeinsam ist die Sorge um das Vermögen des Anlegers. Trotzdem bestehen zwischen beiden zwei gewichtige Unterschiede: Zum einen obliegt dem Vermögensverwalter im Gegensatz zum Anlageberater die Pflicht, über das ihm zur Verfügung gestellte Vermögen eigenständig und ohne Rücksprache mit dem Kunden zu disponieren. Er ist berechtigt, dingliche Verfügungen über das Vermögen zu treffen (S. 16). Der Kunde überlässt die Einzeldispositionen dem Verwalter, dem er einen eigenen Ermessensspielraum einräumt. Umgekehrt lässt sich bei der Anlageberatung der Kunde beraten, entscheidet dann aber selbst. Zum anderen handelt es sich beim Vermögensverwaltungsvertrag im Gegensatz zur Anlageberatung um ein Dauerschuldverhältnis. Es besteht die fortdauernde Verpflichtung, für das Vermögen des Anlegers Sorge zu tragen.² Dies schlägt sich z. B. darin nieder, dass der Vermögensverwalter das von ihm verwaltete Vermögen ständig hinsichtlich seiner Zusammensetzung zu überwachen hat und tätig werden muss, wenn seine Zusammensetzung nicht mehr zur Zielerreichung geeignet ist.³ Dieses Rechtsverhältnis endet regelmäßig erst mit dem Ablauf der vereinbarten Zeit bzw. durch Kündigung des Vertragsverhältnisses.⁴

Erfreulicherweise geht *Sethe* auch auf verschiedene Mischformen ein, die sich in der Praxis etabliert haben: Von „grauer“ Vermögensverwaltung spricht man, wenn der Kunde stillschweigend die Vermögensverwaltung seiner Wertpapiere duldet (S. 27). Die Vermögensberatung zeichnet sich dadurch aus, dass wie bei der Anlageberatung die Dispositionsbefugnis beim Anleger verbleibt. Im Unterschied zur eigentlichen Anlageberatung umfasst die Vermögensbetreuung aber eine als Dauerschuldverhältnis ausgestaltete, laufende Überwachung des Kundenvermögens (S. 28 f.). Schließlich kön-

1 So bietet etwa die Citibank ihre besonderen Beratungsdienstleistungen für vermögende Privatkunden schon ab einem Anlagebetrag vom 75 000 € an, F.A.Z. Nr. 23 v. 27. 1. 2006, S. 17.

2 *Schwintowski/Schäfer*, Bankrecht, 2. Aufl., 2004, § 19 Rdn. 30; *Schäfer*, Vermögensverwaltung, in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Stand: 1.03, Rdn. 11/16; *Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, § 21 Rdn. 2.

3 *Schäfer* in: Cramer/Rudolph (Hrsg.), Handbuch für die Anlageberatung und Vermögensverwaltung, 1995, S. 668, 669.

4 *Schäfer* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlegerrechts, 2. Aufl., 1997, § 28 Rdn. 6; *Lang* (Fn. 2), § 21 Rdn. 2.

nen ausnahmsweise auch nach Abschluss einer Empfehlung nachvertragliche Pflichten der Bank bestehen. Zutreffend stellt der Bearbeiter fest, dass die Abgrenzung zwischen den verschiedenen Vertragsformen in der Praxis oft höchst schwierig ist. Hier hätte man sich vertiefende Hinweise gewünscht, welche Kriterien für welche Vertragsform sprechen: So lassen sich etwa die Vereinbarung von Anlagerichtlinien bei Depotöffnung, die Neuanlage nach einer Empfehlungsliste und die faktische Überwachung des Depots durch den Betreuer für einen Vermögensbetreuungsvertrag anführen.

III. Auf knapp 300 Seiten bietet *Sethe* dann eine rechtshistorische, rechtsvergleichende und rechtstatsächliche Bestandsaufnahme des Vermögensverwaltungsvertrages. Er holt hier weit aus, beginnt etwa bei der Vermögensverwaltung um 2548 v. Chr. in Ägypten, um dann mit einer Biblexegese zum Gleichnis von den drei Knechten fortzufahren (S. 155 f. mit Verweis auf Mt. 25, 14–30). Auch die salfränkische Affatomie und die Rechtsprechung des preußischen Obertribunals werden gewürdigt. Dieser weite Rückgriff auf die Geschichte ist umso erstaunlicher, als die Vermögensverwaltung mit dem Ziel der Kapitalanlage in Geld oder Wertpapieren doch ein recht junges Phänomen ist.⁵ Anschaulich sind die rechtsvergleichenden Ausführungen zum anglo-amerikanischen Trust, den der Bearbeiter mit dem Stellvertretungsmodell vergleicht (S. 200 ff.).

Sehr umfangreich gerät auch der Abschnitt zur Entwicklung des Anlegerschutzes von seinen Anfängen bis heute. Spekulationsblasen gab es nicht nur am Neuen Markt um das Jahr 2000, sondern immer wieder, etwa die Tulpenmanie von 1634 bis 1637 oder die South Sea Bubble (1771). Regelungen zum Schutz der Marktteilnehmer waren naturgemäß punktuell oder regional begrenzt und blieben oft wirkungslos. Umfangreich wird dann die Vermögensentwicklung seit 1945 nachgezeichnet, wobei sich der Leser fragt, inwieweit Details zu den Vermögensverhältnissen von Bernie Ecclestone, Paul McCartney oder Bill Gates wirklich weiterführend sind.

IV. 1. Den eigentlichen Kern der Arbeit stellt der dritte, etwa 600 Seiten umfassende Hauptteil dar. Dazu werden zuerst die europarechtlichen Vorgaben dargelegt. Beginnend mit dem Segré-Bericht 1966 schildert *Sethe* die verschiedenen Harmonisierungskonzepte der Europäischen Union bis hin zum Aktionsplan Finanzdienstleistungen⁶ und dem Lamfalussy-Verfahren.⁷ Zu recht betont der Bearbeiter, dass damit durch die Hintertür doch das Konzept der Vollharmonisierung wieder eingeführt wurde (S. 452 f.). Im Einzelnen wird dann auf verschiedene bankrechtliche Richtlinien eingegangen, wobei *Sethe* einen Schwerpunkt auf die Wertpapierdienstleistungs-RiL 93/22/EWG und ihrer Nachfolgerrichtlinie, die MiFID 2004/39/EG legt. Leider wird versäumt, im Einzelnen zu prüfen, inwieweit die Vollharmonisierung weitergehende nationale Kompetenzen beschränkt. Eine Vollharmonisierung ergibt sich etwa aus Art. 31

5 Ebenso der Befund von *Sethe*, S. 416.

6 Aktionsplan der Kommission zur Umsetzung des Finanzmarktrahmens v. 11. 5. 1999, KOM (1999) 232 endg. = ZBB 1999, 254.

7 Lamfalussy Bericht, Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte unter dem Vorsitz von Baron Alexandre Lamfalussy v. 15. 2. 2001, abrufbar unter http://europa.eu.int/comm/internal_mar ket/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf.

der MiFID 2004/39/EG⁸, in der Marktmissbrauchs-RiL 2003/6/EG fehlt dagegen eine vergleichbar eindeutige Vorschrift.⁹ Das Herzstück der Wertpapierdienstleistungs-RiL 93/22/EWG bildeten die Wohlverhaltensregeln (rules of conduct) des Art. 11. Weil die Rechtsbegriffe letztlich zu unbestimmt waren, trat der erwünschte Harmonisierungseffekt jedoch nicht ein. Art. 19ff. der MiFID 2004/39/EG konkretisieren die Wohlverhaltenspflichten nun etwa durch umfangreichere Dokumentationspflichten oder die Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung. Leider fehlten dem Bearbeiter noch die Ausführungsvorschriften, die jetzt erst als Entwurf vorliegen.¹⁰ Gleichwohl liefert *Sethe* eine der umfassendsten Darstellungen zur MiFiD 2004/39/EG, die es bisher gibt. Auch de lege ferenda diskutiert er zahlreiche Probleme einer weiteren Rechtsharmonisierung.

2. *Sethe* wendet sich dann dem deutschen Recht zu und stellt mit dem KWG und dem ESAEG die organisatorischen Anforderungen an die Vermögensverwaltung dar. Zu Recht kritisiert er, dass der Gesetzgeber mit der Zusammenlegung von vier Aufsichtsbehörden zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zwar Unübersichtlichkeiten und Doppelzuständigkeiten¹¹ auf formaler Ebene behoben hat, materiellrechtlich KWG, WpHG und ESAEG aber weiterhin nebeneinander (S. 544) bestehen.¹² Umfangreich schildert *Sethe* dann einzelne Voraussetzungen für das Tätigwerden als Vermögensverwalter, wie etwa die Kapitalausstattung oder die fachliche Eignung der Geschäftsleiter. Weil die Institute noch nicht verpflichtet sind, Kundenbeschwerden innerbetrieblich zu registrieren, haben Wirtschaftsprüfer bei ihrer Überwachung noch Schwierigkeiten, „schwarze Schafe“ treffsicher auszumachen. *Sethes* Kritik an diesem Manko verdient Zustimmung (S. 623f., 632). Hier scheint das englische Recht effektiver zu sein.¹³ In punkto Anlegerschutz bescheinigt der Bearbeiter dem KWG zwar einen angemessenen Schutz gegen das Risiko einer Substanzvernichtung, kritisiert aber den unzureichenden Schutz vor Abwicklungs- und Verwaltungsrisiken (S. 655). Weiteren Schutz bieten die gesetzlich vorgeschriebene Basissicherung von jeweils 20000,- EUR für Einlagen und Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften sowie die Entschädigungseinrichtungen.

3. Die Verbindung der aufsichtsrechtlichen Pflichten des WpHG mit den durch die zivilrechtliche Rechtsprechung entwickelten Pflichten wird dann auf 200 Seiten erörtert. Wiederum beginnt der Bearbeiter mit dem sachlichen Anwendungsbereich und

8 A. A. *Sethe*, S. 488, der überraschenderweise die Regelungen als Mindestvoraussetzungen bezeichnet, die dem nationalen Gesetzgeber das Recht geben würden, strengere Regelungen zu erlassen.

9 Vertiefend zu dieser Problematik *Möllers*, Zur „Unverzüglichkeit“ einer Ad-hoc-Mitteilung im Kontext nationaler und europäischer Dogmatik, in: FS Horn, 2006, S. 473; *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts, 2005, S. 85.

10 Die Vorschläge der Kommission für eine Durchführungs-RiL v. 6. 2. 2006 sowie für eine DurchführungsVO v. 6. 2. 2006 zur MiFiD 2004/39/EG sind abrufbar unter www.thomasmoellers.de/materialien.

11 S. auch *Höbns*, Die Aufsicht über Finanzdienstleister. Kompetenzen, Eingriffsbefugnisse, Neustrukturierung, 2002.

12 Materiellrechtlich greifen zudem u. a. noch WpÜG, WpPG und InvG ein.

13 Vgl. Company Directors Disqualification Act 1986; hierzu *Fleischer*, Kapitalschutz und Durchgriffshaftung bei Auslandsgesellschaften, in: Lutter (Hrsg.), EU-Auslandsgesellschaften, 2005, S. 67.

erörtert den Streitstand, dass nur die individuelle, nicht aber die kollektive Vermögensverwaltung in Form von Investmentfonds vom WpHG erfasst wird (S. 718ff.). Dogmatisch prüft *Sethe* die Rechtsqualität und Vermutungswirkung der BaFin-Wohlverhaltensrichtlinie zu §§ 31, 32 WpHG. Im Ergebnis lehnt der Bearbeiter einen zwingenden Gleichlauf der §§ 31 f. WpHG mit vertraglichen Pflichten ab (S. 749). Dies entspricht auch der Rechtspraxis zu § 823 Abs. 1 BGB, die anerkennt, dass zivilrechtliche Verkehrspflichten und öffentlich-rechtliche Regelungen voneinander abweichen können.¹⁴ Im Ergebnis spricht er sich auch dafür aus, den §§ 31, 32 WpHG Schutzgesetzcharakter zuzumessen (S. 762). Der Bearbeiter begründet eine Pflicht zur Vereinbarung von Anlagerichtlinien, die er zwar nicht zwingend aus einem Vertrag, aber aus § 31 WpHG herleiten möchte (S. 874f.). Geht man von einer Doppelnatur der Pflichten des § 31 WpHG aus¹⁵, würde man diese Problematik elegant umgehen. Die Informationspflichten des § 31 Abs. 2 WpHG beziehen sich nicht auf das konkrete Anlagegeschäft, da die Entscheidung über eine Anlage vom Vermögensverwalter getroffen wird.¹⁶ Allerdings hat der Vermögensverwalter bei der Festlegung der Anlagerichtlinien über spezifische Risiken und Interessenkonflikte zu informieren (S. 878f.). Überzeugend legt *Sethe* dar, dass die Honorarhöhe nicht über das Aufsichtsrecht, sondern nur zivilrechtlich über die AGB-Kontrolle und § 138 BGB auf ihre rechtliche Zulässigkeit hin zu prüfen ist (S. 884). In diesem Zusammenhang erörtert er die Probleme des Churning (Spesenreiterei) und von Kick-Back-Vereinbarungen (Provisionen von Dritten aufgrund eines Erwerbgeschäfts). *Sethe* plädiert für ein generelles Verbot solcher Kick-Back-Vereinbarungen statt der bisher üblichen Pflicht zur Aufklärung (S. 897).

Bei einem Vermögensverwaltungsvertrag sind die Überwachungs- und Benachrichtigungspflichten von elementarer Bedeutung. Der Vermögensverwalter ist verpflichtet, durch eine fortlaufende Überwachung der Märkte und der Finanzinstrumente sicherzustellen, dass die Anlageziele des Kunden im Kundendepot nach Möglichkeit verwirklicht und die Anlagerichtlinien eingehalten werden. Bei Abweichungen muss er reagieren und ggf. den Kunden benachrichtigen.¹⁷ *Sethe* fordert weitere Konkretisierungen in einer geplanten nationalen Richtlinie zur Vermögensverwaltung (S. 902). Daneben existieren regelmäßige Benachrichtigungs-, Rechnungslegungs- und Unterrichtungspflichten. Beispielsweise muss der Vermögensverwalter den Kunden bei Vermögensverlusten unmittelbar benachrichtigen, § 666 BGB. Ob bestimmte Benchmarks zu Informationspflichten verpflichten, ist noch wenig geklärt (S. 913). Erhebliche Veränderungen im verwalteten Vermögen zwingen aber zu einer Ad-hoc-Benachrichtigungspflicht (S. 914).¹⁸

4. Leider spart der Bearbeiter die in der Praxis höchst wichtige Frage der zivilrechtlichen Haftung vollständig aus. Dies ist bedauerlich, weil sich erst im Rahmen der Haftung die Frage stellt, ob die Grenzen zulässigen Handelns und damit der Er-

14 BGH, Urt. v. 26. 5. 1998, BGHZ 139, 43 = JZ 1999, 48 m. Anm. *Möllers*, JZ 1999, 24 – Feuerwerkskörper.

15 S. umfassend *Leisch*, Informationspflichten nach § 31 WpHG, 2004.

16 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rdn. 10.23; *Horn*, Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, 139, 147.

17 S. auch BGH, Urt. v. 28. 10. 1997, BGHZ 137, 69, 75 = WM 1998, 21, 23.

18 S. auch BGH, Urt. v. 29. 3. 1994, WM 1994, 834, 835.

messensspielraum des Vermögensverwalters überschritten wurden. Darüber hinaus stellen sich in der Praxis zahlreiche Fragen, denen der Bearbeiter nicht nachgeht: In welchem Umfang kann ein Vermögensverwaltungsvertrag konkludent gekündigt werden? Der für das Bankenrecht zuständige 11. Senat des Bundesgerichtshofs bejaht einen Schaden schon dann, wenn der Anleger aufgrund einer fehlerhaften Empfehlung eine für ihn nachteilige Kapitalanlage erworben hat, wenn die Leistung für die Zwecke des Vertragspartners nicht mehr voll brauchbar ist. Wann ist eine Pflichtverletzung zu bejahen, wenn der Vermögensverwalter das Wertpapier für den Anleger erwirbt? In Deutschland verjährt ein Schadensersatzanspruch in drei Jahren von dem Zeitpunkt an, in dem der Anspruch entstanden ist, § 37a WpHG. Kann die Verjährungsfrist verlängert werden? Zumal der Vermögensverwaltungsvertrag ein Dauerschuldverhältnis darstellt, könnte man daran denken, die Grundsätze zur Sekundärverjährung zu übertragen. De lege ferenda wäre auch die Frage nach der Zweckhaftigkeit des § 37a WpHG zu stellen. Zu überlegen wäre, ob diese Vorschrift nicht gestrichen werden könnte; dann würde es bei den allgemeinen Regelungen des § 199 Abs. 3 BGB verbleiben.¹⁹

V. Mit mehr als 1200 Druckseiten ist das Werk mehr als gewichtig. Derartige Habilitationsschriften entstanden in den 80iger Jahren des vergangenen Jahrhunderts und sind, auch wegen der strengen Vorgaben der DFG, etwas in Verruf gekommen. Entstanden ist eine breit angelegte, weit ausholende Monographie, die versucht, zu allen definitiven, historischen, rechtsvergleichenden, ja selbst religiösen Fragestellungen eine Antwort zu geben – eine über das Thema des Anlegerschutzes der Vermögensverwaltung hinausweisende Wissensansammlung mit fast schon enzyklopädischem Ausmaß. Anwenderfreundlich sind das umfangreiche Urteils-, Literatur- und Stichwortverzeichnis sowie die Zwischenergebnisse nach den einzelnen Teilen des Werks. Sicherlich war der Autor nicht zu beneiden, die im Wintersemester 2001/02 angenommene Habilitationsschrift um die jüngsten Rechtsentwicklungen zu aktualisieren. Die Regelungsfreude des europäischen und nationalen Gesetzgebers nebst der verschiedenen Behörden lässt kaum mehr Zeit zum Durchatmen. Im Unterschied zu Werken im Kapitalmarktrecht, deren Redaktionsschluss teilweise auf mehr als ein Jahr vor Erscheinen des Werkes gelegt wird, hat *Sethe* den Aktualisierungsaufwand nicht gescheut. Auch dieser erneute Kraftakt ist ihm vorzüglich gelungen. Gerade die Erörterung der einzelnen Normen der MiFID 2004/39/EG ist hochaktuell. Vor allem die Ausführungen im dritten Teil können auch für die tagtägliche Arbeit der Vermögensverwalter wichtige Hilfestellungen leisten.

Augsburg

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers

19 S. zu diesen Fragen vertiefend *Möllers*, *Der Vermögensbetreuungsvertrag* (im Erscheinen).