



# Rechtliche Fallstricke für Vermögensverwalter

Gesetzesvorgaben für Finanzdienstleister sind vornehmlich auf die Anlageberatung ausgerichtet. Für Vermögensverwalter gelten die Regeln grundsätzlich auch. Ihre Leistung verfolgt aber einen anderen Ansatz. Daraus ergibt sich oft die Frage, inwieweit die Gesetze auch dort greifen

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

Eigentlich sind die rechtlichen Anforderungen an Finanzdienstleister, die Privatanleger bei der Anlage in Finanzinstrumenten unterstützen, klar definiert. Auf öffentlich-rechtlicher Ebene gelten die Wohlverhaltensregeln der §§ 31ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und in zivilrechtlicher Hinsicht die richterrechtlichen Anforderungen an eine anleger- und anlagegerechte Beratung und Aufklärung. Diese Anforderungen sind aber vornehmlich auf den Fall der Anlageberatung und Anlagevermittlung ausgerichtet. Für Vermögensverwalter stellt sich daher oft die Frage, ob und wie einzelne dieser Anforderungen auch bei einer konkreten Investitionsentscheidung für den Kunden auf sie anwendbar sind.

## Wohlverhaltensregeln gelten auch hier

Bei den im Markt üblicherweise verwendeten Vermögensverwaltungsverträgen wird vereinbart, dass der Vermögensverwalter im Rahmen einer bestimmten Anlagestrategie das Vermögen des Kunden nach eigenem Ermessen ohne vorherige Einholung von Weisungen zu verwalten hat. Ferner enthalten solche Verträge oft auch Klauseln, wonach der Vermögensberater nicht verpflichtet ist, dem Kunden mit den einzelnen Finanzinstrumenten, in die er investiert, zusammenhängende Dokumente (wie Prospekte, Satzungen etc.) auszuhändigen. Solch ein Vermögensverwaltungsvertrag stellt eine typische Form der

Finanzportfolioverwaltung im Sinne des WpHG und somit eine Wertpapierdienstleistung dar. Somit muss auch ein Vermögensverwalter die Wohlverhaltensregeln der §§ 31ff. WpHG grundsätzlich einhalten.



Elton Mikulic,  
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

Vielfach muss dabei aber die Frage beantwortet werden, ob die gesetzlichen Informations-, Aufklärungs-, Explorations- und Geeignetheitsprüfungspflichten auf jede einzelne Investitionsentscheidung des Vermögensverwalters Anwendung finden oder ob diese sich allein auf die grundsätzliche Entscheidung des Kunden beziehen, den vorgelegten Vermögensverwaltungsvertrag mit der vereinbarten Anlagestrategie abzuschließen. Entscheidend dafür ist die Auslegung der jeweiligen Vorschrift unter Berücksichtigung

des wirtschaftlichen Zwecks des mit dem Kunden geschlossenen Vertrages.

## Nur grundsätzliche Risiken erklären

Der § 31 (3) WpHG statuiert die Verpflichtung des Wertpapierdienstleisters, dem Kunden angemessene Informationen zur Verfügung zu stellen, damit dieser die Art und Risiken der ihm angebotenen Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage seine Anlageentscheidung treffen kann. Die alternative Formulierung zwischen „Finanzinstrument“ und „Wertpapierdienstleistung“ weist darauf hin, dass der Gesetzgeber davon ausging, dass sich die notwendige Aufklärung sowohl auf ein konkretes Finanzinstrument (bei Anlageberatung und -vermittlung) als auch auf eine Finanzdienstleistung (wie z.B. Portfolioverwaltung) beziehen kann. Im Falle der Vermögensberatung würde dies bedeuten, dass der Kunde abhängig von der Anlagestrategie zumindest die grundsätzliche Funktionsweise und die Risiken der in Frage kommenden Finanzinstrumente verstehen und einschätzen können muss. Solche Informationen können auch in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden.

Auch § 31 (4) WpHG, der die Explorations- und Geeignetheitsprüfungspflichten im Hinblick auf die Anlageziele, Erfahrungen und finanziellen Verhältnisse des Kunden statuiert, unterscheidet in seinem Wortlaut

zwischen der notwendigen Geeignetheitsbeurteilung eines konkreten Geschäfts und derjenigen einer konkreten Wertpapierdienstleistung im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung. Hiermit im Einklang geht auch der Großteil der Literatur davon aus, dass bei einer Vermögensverwaltung zwar die vereinbarte Anlagestrategie den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden, seinen Anlagezielen und seiner finanziellen Situation entsprechen müssen, nicht aber jede einzelne Anlageentscheidung des Vermögensverwalters erneut auf ihre Geeignetheit überprüft werden muss, solange sie durch die vereinbarte Anlagestrategie gedeckt ist. Dies bedeutet aber auch, dass das Risikoprofil des Portfolios, das mit der Anlagestrategie und der prozentualen Aufteilung zwischen den zulässigen Anlageklassen verbunden ist, auf seine Geeignetheit für den Kunden hin zu überprüfen ist. Sollten während der Laufzeit der Vermögensverwaltung Veränderungen des Marktgeschehens, der Portfolioentwicklung oder der finanziellen Situation des Kunden eintreten, ist auch eine Verpflichtung zur wiederholten Geeignetheitsprüfung der Strategie denkbar.

**Ausnahme für besondere Risiken**

Ein zivilrechtlicher Haftungsfall kann sich bei der Vermögensberatung entweder aus einem Beratungsvertrag ergeben, der dem Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages vorgeschaltet ist, oder einer vorvertraglichen Aufklärungspflicht im Zusammenhang mit dem Vermögensverwaltungsvertrag. In beiden Fällen beziehen sich die Grundsätze einer richtigen Beratung auf die Geeignetheit der vereinbarten Anlagestrategie für den Kunden und nicht auf jede einzelne Anlageentscheidung, die im Ermessen des Verwalters steht. Al-

lerdings können bestimmte einzelne Anlageentscheidungen des Vermögensverwalters, auch wenn sie von der Anlagestrategie grundsätzlich gedeckt sind, zusätzliche Aufklärungspflichten auslösen, wenn diese Geschäfte mit besonderen Risiken verbunden sind. So hat der Bundesgerichtshof dem Kunden in einem Fall Schadensersatz zugesprochen, in dem der Vermögensverwalter 60 Prozent des Kapitals in eine einzelne marktenge US-Aktie über das Nas-

**Bei außergewöhnlichen Risiken kann die Pflicht entstehen, den Kunden über eine einzelne Anlageentscheidung aufzuklären**

daq-Computersystem investiert hatte. Die Begründung: Der Kunde wurde vor der Anlageentscheidung nicht zusätzlich über die geringe Liquidität und die außergewöhnlich weiten Spreads dieser Aktie aufgeklärt.

**Zulässige Produktarten**

Auch hinsichtlich der Produktauswahl können sich für Vermögensverwalter rechtliche Probleme ergeben. Unabhängig von der Frage, ob bestimmte Produktarten für den Kunden geeignet sind, kann die Platzierung eines bestimmten Produkts im Portfolio des Kunden ungewünschte öffentlich-rechtliche Konsequenzen auslösen. So kann z.B. im Gegensatz zu Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes und Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes die Platzierung eines alternativen Investmentfonds im Kundenportfolio, der gemäß Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) nicht zum Vertrieb in Deutschland zugelassen ist, die BaFin zu-

entsprechenden Sanktionen ermächtigen. Grund hierfür ist, dass gemäß Ziffer 1.7 des BaFin-Schreibens vom 4. Juli 2013 auch der Erwerb von Investmentvermögensanteilen im Rahmen einer Vermögensverwaltung ein „Platzieren“ im Sinne des § 293 KAGB und somit einen „Vertrieb“ dieser Anteile darstellt. Dabei ist dies grundsätzlich erst nach einem Zulassungsverfahren gemäß der §§ 317 – 320 KAGB innerhalb der Bundesrepublik Deutschland zulässig. Insbesondere aus dem Ausland agierende Vermögensberatungsanbieter, die deutschen Kunden ihre Finanzdienstleistung anbieten, übersehen diesen Umstand oft.

**Fazit: Wirtschaftlicher Zweck anerkannt**

Vermögensverwalter müssen sowohl bei Abschluss von Vermögensverwaltungsverträgen mit deutschen Privatkunden als auch bei einzelnen konkreten Anlageentscheidungen für das Portfolio des Kunden bestimmte rechtliche Vorgaben beachten. Aus öffentlich-rechtlicher Sicht ist der Kunde gemäß § 31 (3) WpHG in Bezug auf die vereinbarte Anlagestrategie über die grundsätzliche Funktionsweise und die Risiken der in Frage kommenden Finanzinstrumente aufzuklären. Die Explorations- und Geeignetheitsprüfungspflichten des § 31 (4) WpHG beziehen sich entsprechend auf die Geeignetheit des Vermögensverwaltungsvertrages und der vereinbarten Anlagestrategie vor dem Hintergrund der persönlichen Verhältnisse des Kunden. Parallel hierzu verlaufen die Vorgaben der zivilrechtlichen vorvertraglichen Aufklärungspflichten. Allerdings können Sonderkonstellationen einer konkreten Anlageentscheidung des Verwalters auch nachträgliche Aufklärungs- und Informationspflichten auslösen. Die höchstrichterliche Rechtsprechung in Deutschland hat den besonderen wirtschaftlichen Zweck der Vermögensverwaltung, nämlich Kunden den Zugang zu der Expertise von professionellen Vermögensverwaltern zu bieten, aber insoweit anerkannt, dass höhere Aufklärungsanforderungen bei konkreten Anlageentscheidungen nur in Ausnahmefällen verlangt werden.

**Einige rechtliche Vorgaben für Vermögensverwalter**

	Vor Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrags	Vor konkreten Anlageentscheidungen	Zulässige Finanzinstrumente
Öffentlich-rechtlich	Aufklärungspflichten, Explorationspflichten und Geeignetheitsprüfung	In Sonderfällen nachträgliche Aufklärungspflichten und evtl. nochmalige Geeignetheitsprüfung	Grundsätzlich keine Beschränkungen, Sonderfall gemäß KAGB: nur in Deutschland zugelassene Investmentvermögensanteile
Zivil-rechtlich	Aufklärungspflichten, Explorationspflichten und Geeignetheitsprüfung	In Sonderfällen nachträgliche Aufklärungspflichten und evtl. nochmalige Geeignetheitsprüfung	Gemäß vereinbarter Anlagestrategie und zulässiger Finanzinstrumente

Stand: Aug. 2015; Quelle: Otto Mittag Fontane

\* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.