

Inhaltsübersicht

Erster Teil: Grundlagen	19
§ 1 Einleitung	19
A. Problemaufriss und Zielsetzung	19
B. Untersuchungsgegenstand und Methode	22
C. Gang der Untersuchung	23
§ 2 Anlegerleitbilder: Das Bild des Menschen im Kapitalmarktrecht	24
A. Der Homo Oeconomicus	25
B. Verhaltensökonomische Einflüsse	30
C. Wer ist „der“ Kleinanleger?	74
§ 3 Regulierungstheoretische Grundlagen	93
A. Begriffsbestimmungen	93
B. Verhaltenssteuerung durch zwingende Rechtsnormen	121
§ 4 Zusammenfassung	157
 Zweiter Teil: Regulierungsstrategie zum Schutz von (Klein-) Anlegern	 159
§ 5 Finales Element: Funktionenschutz durch Anlegerschutz	159
§ 6 Personelles Element: Der geeignete Normadressat	163
§ 7 Methodisches Element: Verhaltenssteuerung am Kapitalmarkt	164
A. Das 3-Stufen-Modell	165
B. Erste Stufe: Verbesserung der Information	167
C. Zweite Stufe: Aufklärung der Anleger	168
D. Dritte Stufe: Interventionistische Maßnahmen	176
§ 8 Zusammenfassung	182
 Dritter Teil: Vertriebsregulierung durch das KASG	 185
§ 9 Die „Lex PROKON“	185
§ 10 Das KASG im Gefüge der Rechtsordnung	187
A. Verhältnis zu Rechtsakten der Europäischen Union	188

Inhaltsübersicht

B. Verhältnis zu KAGB und KWG	189
§ 11 Begriffsbestimmungen	190
A. Finanzprodukte	190
B. Vertrieb	191
§ 12 Die Regulierungsstrategie des KASG	194
A. Finales Element: Regulierungsziel	194
B. Personales Element: Normadressaten	195
C. Erste Regulierungsstufe: Maßnahmen des KASG zur Verbesserung der Information	196
D. Dritte Regulierungsstufe: Das Informationsmodell flankierende Maßnahmen des KASG	261
§ 13 Die Normdurchsetzungsmechanismen des KASG	307
A. Bußgeldvorschriften	308
B. Naming and Shaming	312
C. Andere Verwaltungsmaßnahmen	318
D. Private Enforcement	320
E. Abschreckende Wirkung der Normdurchsetzungsmechanismen	354
F. Das Verhältnis von Public und Private Enforcement	356
§ 14 Das Anlegerleitbild des KASG	359
§ 15 Bewertung der Regulierungsstrategie des KASG	361
A. Bestand Regulierungsbedarf?	361
B. Effektivität und Effizienz der gewählten Regulierungsstrategie	363
C. KASG und Paternalismus	367
D. Alternative Regulierungsinstrumente	368
 Vierter Teil: Schluss	 375
§ 16 Zusammenfassung in Thesen	375
 Literaturverzeichnis	 395
Stichwortverzeichnis	423

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil: Grundlagen	19
§ 1 Einleitung	19
A. Problemaufriss und Zielsetzung	19
B. Untersuchungsgegenstand und Methode	22
C. Gang der Untersuchung	23
§ 2 Anlegerleitbilder: Das Bild des Menschen im Kapitalmarktrecht	24
A. Der Homo Oeconomicus	25
I. Das rationale Individuum	25
II. Das kapitalmarktrechtliche Informationsmodell	27
III. Die Grenzen des Verhaltensmodells	29
B. Verhaltensökonomische Einflüsse	30
I. Rationalitätsdefizite	33
1. Informationsaufnahme	34
a) Information Overload	34
b) Priming-Effekt	38
c) Framing-Effekt	41
d) Weitere Defizite bei der Informationsaufnahme	46
2. Informationsverarbeitung	48
a) Selbstüberschätzung	48
b) Ankereffekt	50
c) Kontrollillusion	51
d) Konservatismus	52
e) Ambiguitätsaversion	53
f) Weitere Defizite bei der Informationsverarbeitung	54
3. Entscheidungsverhalten	56
a) Besitztumseffekt und Status-Quo-Bias	56
b) Ausgabeneffekt und selektive Entscheidung	57
c) Dispositions-Effekt	58
d) Selbstattribution	59
e) Rückschau-Effekt	61
4. Zusammenfassung	62
II. Abweichungen vom Eigennutzaxiom	63

III. Gruppenverhalten	65
1. Die Weisheit der Vielen	65
2. Der Irrsinn der Vielen	66
IV. Kritik an der Verhaltensökonomie	67
1. Methodenbezogene Kritik	67
2. Paternalismus	69
C. Wer ist „der“ Kleinanleger?	74
I. Marktrational-optimistische Modelle	75
1. Geeignete Gegenparteien	75
2. Professioneller Kunde, professioneller Anleger, qualifizierter Anleger	77
3. Semiprofessioneller Anleger	81
4. Verständiger Anleger	83
5. Auswirkungen der Verhaltensforschung	84
II. Marktrational-pessimistische Modelle	85
1. Durchschnittlicher Anleger	85
2. Privatkunden, Privatanleger, Kleinanleger im europäischen Sinne	87
3. Der Verbraucher als Anleger	88
III. Kleinanleger und <i>Behavioral Finance</i> : das Anlegerleitbild de lege ferenda	91
§ 3 Regulierungstheoretische Grundlagen	93
A. Begriffsbestimmungen	93
I. Der Begriff „Regulierung“	93
1. Der Anglo-amerikanische Regulierungsbegriff	93
2. Der Regulierungsbegriff in den Wirtschaftswissenschaften	96
3. Der rechtswissenschaftliche Regulierungsbegriff in Deutschland	97
a) Begriffsbestimmung durch den Gesetzgeber	97
b) Begriffsbestimmung durch die Rechtswissenschaft	101
4. Eigene Begriffsbestimmung	104
a) Finales Element	104
b) Methodisches und personelles Element	105
c) Regulierung im Rechtssinne durch Judikative und Exekutive?	105
II. Regulierungstheorie	110
1. Normative Regulierungstheorie	111
2. Positive Regulierungstheorie	112

3. Eine rechtswissenschaftlichen Regulierungstheorie?	113
III. Regulierungsinstrumente	114
1. Steuerungsnormen	115
2. Steuerungsart	115
3. Steuerungsintensität	116
4. Ex-ante- und Ex-post-Regulierung	117
5. Marktzugangs- und Marktverhaltensregulierung	118
6. Regulierungsinstrumente im engeren und weiteren Sinne	120
B. Verhaltenssteuerung durch zwingende Rechtsnormen	121
I. Wie wirken Rechtsnormen?	121
1. Geltungskraft von Rechtsnormen	121
2. Steuerungsfähigkeit des Rechts	122
a) Warum befolgen wir Rechtsnormen?	123
b) Steuerungsdefizite	126
c) Das rechtsstaatliche Steuerungsmodell	129
3. Die rechtsökonomische Perspektive der Verhaltenssteuerung	131
a) Grundlagen: Was ist Rechtsökonomie	131
b) Normdurchsetzungsmechanismen der Rechtsökonomie	135
aa) Sanktionsnormen, Public Enforcement	136
bb) Haftungsnormen, Private Enforcement	138
cc) Anreize	141
c) Grenzen der Verhaltenssteuerung	143
d) Stabile Präferenzen	145
4. Einflüsse der Verhaltensforschung auf die ökonomische Analyse	145
a) Rationalitätsdefizite	146
b) Uneigennütziges Verhalten	149
c) Instabile Präferenzen	150
II. Verhaltenssteuerung durch unmittelbaren Befolgungszwang	150
III. Mittelbare Verhaltenssteuerung	152
1. Choice Architecture und <i>Nudges</i>	153
2. Die expressive Wirkung von Rechtsnormen	156
§ 4 Zusammenfassung	157

Zweiter Teil: Regulierungsstrategie zum Schutz von (Klein-) Anlegern	159
§ 5 Finales Element: Funktionenschutz durch Anlegerschutz	159
§ 6 Personelles Element: Der geeignete Normadressat	163
§ 7 Methodisches Element: Verhaltenssteuerung am Kapitalmarkt	164
A. Das 3-Stufen-Modell	165
B. Erste Stufe: Verbesserung der Information	167
C. Zweite Stufe: Aufklärung der Anleger	168
I. Abstrakte Beratung und Anlegertests durch Anlageberater	169
II. Finanzbildung	172
III. Der Anlegertest 2.0	173
D. Dritte Stufe: Interventionistische Maßnahmen	176
I. Zeichnungsgrenzen	178
II. Cooling-Off-Periode	179
III. Standardisiertes Portfolio als <i>Default Rule</i>	180
IV. Weitere Maßnahmen	182
§ 8 Zusammenfassung	182
 Dritter Teil: Vertriebsregulierung durch das KASG	 185
§ 9 Die „Lex PROKON“	185
§ 10 Das KASG im Gefüge der Rechtsordnung	187
A. Verhältnis zu Rechtsakten der Europäischen Union	188
B. Verhältnis zu KAGB und KWG	189
§ 11 Begriffsbestimmungen	190
A. Finanzprodukte	190
B. Vertrieb	191
§ 12 Die Regulierungsstrategie des KASG	194
A. Finales Element: Regulierungsziel	194
B. Personales Element: Normadressaten	195
C. Erste Regulierungsstufe: Maßnahmen des KASG zur Verbesserung der Information	196
I. Regulierung der Werbung	196
1. Ausgangslage: Werbung und Heuristiken	196
2. Das Ausnutzen von Rationalitätsdefiziten <i>de lege lata</i> : zulässige Schönfärberei oder unzulässige Irreführung?	201

3.	Der allgemeine Warnhinweis, § 12 Abs. 2 S. 1 VermAnlG	211
a)	Das Merkmal „deutlich hervorgehoben“	212
b)	Das Werbeverbot zur Beschränkung des strukturierten Vertriebs als Alternative	215
c)	Eine erste Stellungnahme zum Anlegerleitbild des KASG und zur Paternalismuskritik	219
4.	Der allgemeine Warnhinweis in elektronischen Medien, § 12 Abs. 2 S. 2 VermAnlG	220
5.	Warnhinweis bei Angaben zur Rendite, § 12 Abs. 3 VermAnlG	223
6.	Weitere Vorgaben des VermAnlG bezüglich der Werbung für Vermögensanlagen	225
a)	Hinweis auf den Verkaufsprospekt	225
b)	Kein Hinweis auf die Befugnisse der BaFin	226
c)	Keine Verwendung des Begriffs „Fonds“	227
d)	Keine irreführende Werbung	227
7.	Zwischenergebnis	228
II.	Verbesserung der Information durch das VIB	229
1.	Die Erweiterung des Pflichtangabenkatalogs, § 13 Abs. 2 S. 2 VermAnlG	229
a)	Die intendierte Anlegergruppe	230
aa)	Regelungsgehalt und Gleichlauf mit dem WpHG	230
bb)	Alternative: Vorformulierung der Anlegergruppen durch den Gesetzgeber?	232
cc)	Alternative: Bestimmung der Anlegergruppe anhand eines Negativkatalogs?	234
dd)	Mehrwert der Information?	234
b)	Angaben zum Verschuldungsgrad des Emittenten	235
c)	Laufzeit und Kündigungsfrist	235
d)	Jahresabschluss	236
e)	Pflichtinformationen und Framing	237
2.	Der allgemeine Warnhinweis, § 13 Abs. 6 VermAnlG	238
3.	Die Bestätigung nach § 15 Abs. 4 S. 1 VermAnlG bei Vertragsschlüssen im Internet	239
a)	Leerlaufen der Warnfunktion mangels Medienbruchs	239

b)	Ausreichende Cooling-Off Periode durch bürgerlich-rechtliches Widerrufsrecht?	241
aa)	Kein Ausschluss des Widerrufs nach § 312g Abs. 2 Nr. 8 BGB	242
bb)	Der Fernabsatzvertrag im Sinne des § 312c Abs. 1 BGB	243
cc)	Verhaltensökonomische Bewertung	246
4.	Weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Information durch das VIB	247
5.	Zwischenergebnis	249
III.	Verbesserung der Anlegerinformation durch den Verkaufsprospekt	250
1.	Inhalt des Verkaufsprospekts, § 7 VermAnlG	251
2.	Zusätzliche Angaben, § 15a VermAnlG	254
3.	Nachträge, § 11 VermAnlG	255
4.	Ad-hoc Publizität <i>light</i> , § 11a VermAnlG	258
5.	Zwischenergebnis	258
IV.	Zusammenfassung: Verbesserung von Informationen durch das KASG	259
D.	Dritte Regulierungsstufe: Das Informationsmodell flankierende Maßnahmen des KASG	261
I.	Inhaltliche Vorgaben zur Gestaltung von Finanzprodukten	262
1.	Mindestlaufzeit und Kündigungsfrist, § 5a VermAnlG	262
2.	Verbot der Nachschusspflicht, § 5b VermAnlG	265
II.	Produktgovernance, § 33 Abs. 3b bis 3d WpHG	267
1.	Festlegung des Zielmarkts	269
a)	Vorgaben des WpHG	270
b)	Konkretisierungen durch die ESMA	272
c)	Die Folge: Ein schrumpfendes Anlageuniversum	275
2.	Weitere Pflichten des konzipierenden Unternehmens	276
3.	Vorgaben an Vertreiber	277
4.	Vertrieb außerhalb des Zielmarkts	281
5.	Zwischenergebnis	282
III.	Zeichnungsgrenzen, § 2a Abs. 3 VermAnlG	283
1.	Konkrete Ausgestaltung der deutschen Regelung	283
2.	Persönlicher Anwendungsbereich	284
3.	Abweichendes Regulierungskonzept: Dritte Stufe statt erster Stufe	287

IV. Untersagung der Werbung	288
V. Untersagung des öffentlichen Angebots	291
VI. Die Produkt- und Verhaltensintervention nach § 4b WpHG	293
1. Der europäische Regelungshintergrund	294
2. Voraussetzungen für einen Eingriff	295
a) Interventionsgründe	295
b) Verhältnismäßigkeit der Intervention	299
3. Arten der Intervention	300
4. Interventionsfolgen	302
5. Bewertung und Anwendungsempfehlungen	304
VII. Zusammenfassung: Das Informationsmodell flankierende Maßnahmen	306
§ 13 Die Normdurchsetzungsmechanismen des KASG	307
A. Bußgeldvorschriften	308
I. Maßnahmen der ersten Regulierungsstufe	308
II. Flankierende Maßnahmen der dritten Regulierungsstufe	310
B. Naming and Shaming	312
I. Rechtliche Ausgestaltung	313
II. Abschreckende Wirkung der Bekanntmachung	316
III. Eignung als Normdurchsetzungsmechanismus	318
C. Andere Verwaltungsmaßnahmen	318
D. Private Enforcement	320
I. § 12 Abs. 2 S. 1 VermAnlG: Hinweispflicht	321
1. Vertragsnichtigkeit	322
2. Anfechtbarkeit des Rechtsgeschäfts	322
3. § 12 Abs. 2 S. 1 VermAnlG als Schutzgesetz?	324
II. Haftung für fehlende oder fehlerhafte Verkaufsunterlagen	327
1. Verkaufsprospekt	328
a) Fehlerhafter Verkaufsprospekt	328
b) Fehlender Verkaufsprospekt	331
c) Die Haftungsfälle des § 21 VermAnlG zur Durchsetzung von Zeichnungsgrenzen	332
2. VIB	333
a) Fehlerhaftes VIB, § 22 Abs. 1, Abs. 1a VermAnlG	333
b) Fehlendes VIB, § 22 Abs. 4a VermAnlG	335
3. Die unterschiedliche Durchsetzungsintensität im Vergleich zur Werbung	338

Inhaltsverzeichnis

III. Mindestlaufzeit und Kündigungsfrist	340
IV. Verbot der Nachschusspflicht	342
V. Produktgovernance	344
1. Haftung des Vertreibers gegenüber dem Kunden	344
2. Haftung des Herstellers gegenüber dem Kunden	345
3. Haftung des Herstellers gegenüber den Vertreibern	346
4. Die zivilrechtliche Durchsetzung der Produktgovernance-Vorgaben	347
VII. Produktintervention	347
1. Wirksamkeit von Erwerbsgeschäften	347
2. Anfechtbarkeit des Erwerbsgeschäftes	349
3. Schadensersatz	350
VII. Prozessuale Durchsetzung	353
E. Abschreckende Wirkung der Normdurchsetzungsmechanismen	354
I. Sanktions- bzw. Haftungshöhe	354
II. Wahrscheinlichkeit der Rechtsverfolgung	355
F. Das Verhältnis von Public und Private Enforcement	356
§ 14 Das Anlegerleitbild des KASG	359
§ 15 Bewertung der Regulierungsstrategie des KASG	361
A. Bestand Regulierungsbedarf?	361
B. Effektivität und Effizienz der gewählten Regulierungsstrategie	363
I. Effektivität	364
II. Effizienz	366
C. KASG und Paternalismus	367
D. Alternative Regulierungsinstrumente	368
I. Der Anlegertest 2.0	369
II. Normdurchsetzung	370
1. Public Enforcement	371
2. Private Enforcement	372
 Vierter Teil: Schluss	 375
 § 16 Zusammenfassung in Thesen	 375
 Literaturverzeichnis	 395
Stichwortverzeichnis	423