

# 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 |
| <br>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 |
| <br>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<br>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 |

## Inhaltsverzeichnis

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 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 Befolgungzwang       | 150 |
| III. Mittelbare Verhaltenssteuerung                              | 152 |
| 1. Choice Architecture und <i>Nudges</i>                         | 153 |
| 2. Die expressive Wirkung von Rechtsnormen                       | 156 |
| § 4 Zusammenfassung  | 157 |

## *Inhaltsverzeichnis*

|   |     |
|---|-----|
| 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 |
| <br>  |     |
| 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<br>VermAnlG                                | 211 |
|     | a) Das Merkmal „deutlich hervorgehoben“   | 212 |
|     | b) Das Werbeverbot zur Beschränkung des<br>strukturierten Vertriebs als Alternative     | 215 |
|     | c) Eine erste Stellungnahme zum Anlegerleitbild<br>des KASG und zur Paternalismuskritik | 219 |
| 4.  | Der allgemeine Warnhinweis in elektronischen<br>Medien, § 12 Abs. 2 S. 2 VermAnlG       | 220 |
| 5.  | Warnhinweis bei Angaben zur Rendite, § 12 Abs. 3<br>VermAnlG                            | 223 |
| 6.  | Weitere Vorgaben des VermAnlG bezüglich der<br>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<br>Abs. 2 S. 2 VermAnlG                | 229 |
|     | a) Die intendierte Anlegergruppe  | 230 |
|     | aa) Regelungsgehalt und Gleichlauf mit dem<br>WpHG                                      | 230 |
|     | bb) Alternative: Vorformulierung der<br>Anlegergruppen durch den Gesetzgeber?           | 232 |
|     | cc) Alternative: Bestimmung der Anlegergruppe<br>anhand eines Negativkatalogs?          | 234 |
|     | dd) Mehrwert der Information?   | 234 |
|     | b) Angaben zum Verschuldungsgrad des<br>Emittenten                                      | 235 |
|     | c) Laufzeit und Kündigungsfrist   | 235 |
|     | d) Jahresabschluss  | 236 |
|     | e) Pflichtinformationen und Framing   | 237 |
| 2.  | Der allgemeine Warnhinweis, § 13 Abs. 6<br>VermAnlG                                     | 238 |
| 3.  | Die Bestätigung nach § 15 Abs. 4 S. 1 VermAnlG<br>bei Vertragsschlüssen im Internet     | 239 |
|     | a) Leerlaufen der Warnfunktion mangels<br>Medienbruchs                                  | 239 |

## Inhaltsverzeichnis

|   |     |
|---|-----|
| 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<br>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<br>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<br>Verkaufsunterlagen                  | 327 |
| 1. Verkaufsprospekt  | 328 |
| a) Fehlerhafter Verkaufsprospekt   | 328 |
| b) Fehlender Verkaufsprospekt  | 331 |
| c) Die Haftungsfalle des § 21 VermAnlG zur<br>Durchsetzung von Zeichnungsgrenzen | 332 |
| 2. VIB   | 333 |
| a) Fehlerhaftes VIB, § 22 Abs. 1, Abs. 1a<br>VermAnlG                            | 333 |
| b) Fehlendes VIB, § 22 Abs. 4a VermAnlG  | 335 |
| 3. Die unterschiedliche Durchsetzungsintensität im<br>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<br>Produktgovernance-Vorgaben | 347 |
| VII. Produktintervention  | 347 |
| 1. Wirksamkeit von Erwerbsgeschäften                                  | 347 |
| 2. Anfechtbarkeit des Erwerbsgeschäfts                                | 349 |
| 3. Schadensersatz   | 350 |
| VII. Prozessuale Durchsetzung   | 353 |
| E. Abschreckende Wirkung der<br>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<br>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 |