

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XVII
§ 1 Einführung	1
<i>A. Ausgangspunkt</i>	<i>2</i>
<i>B. Gegenstand der Untersuchung</i>	<i>6</i>
<i>C. Ziel und Gang der Untersuchung</i>	<i>8</i>
§ 2 Grundzüge und Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzsystems	11
<i>A. Anlegerschutz als Ziel der Finanzmarktaufsicht</i>	<i>12</i>
I. Der Anlegerschutzbegriff	12
1. Definition	12
2. Funktion	12
a) Institutioneller Anlegerschutz	13
b) Individueller Anlegerschutz	14
3. „Finanzieller Verbraucherschutz“ als Anlegerschutz	14
II. Der Begriff des Kleinanlegers	16
1. Der Kleinanleger im Tatsächlichen	16
2. Der Kleinanleger im WpHG	17
3. Der Kleinanleger als Verbraucher	18
<i>B. Die typische Risikoexposition des Anlegers</i>	<i>19</i>
I. Grundlagen	19
1. Das Vertrauensgut „Finanzprodukt“	19
2. Die Anlageentscheidung	19
II. Spezifische Risiken für Anleger	21
1. Substanzerhaltungsrisiken	21
2. Informationsrisiken	22
3. Konditionenrisiken	24
4. Sonstige Risiken	25

<i>C. Die Schutzkonzeption des „Anlegerschutzrechts“</i>	25
I. Das Informationsmodell als Anlegerschutzinstrument	26
1. Konzeption	26
2. Ursprung	27
3. Erscheinungsformen	28
4. Ökonomischer Hintergrund	29
a) Homo oeconomicus	29
b) Kapitalmarkteffizienzhypothese	29
c) Ökonomische Funktion von Anlegerschutz	30
II. Die Grenzen des Informationsmodells	31
1. Austarierung des Pflichtenkanons	31
2. Der Einfluss der Verhaltensökonomik	32
a) Entwicklung und heutige Bedeutung	32
b) Die Trias verhaltensökonomischer Befunde	34
aa) Verhaltensanomalien (bounded rationality)	34
(1) Begrenzte Informationsaufnahmefähigkeit (Information Overload)	34
(2) Beeinflussung der Anlageentscheidung durch Heuristiken (a) Verfügbarkeit	35
(b) Repräsentativität	38
(3) Art und Weise der Informationsdarstellung	38
(4) Selbstüberschätzung auf Anleger- und Anbieterseite	39
(5) Referenzpunktabhängigkeiten	40
bb) Willensschwächen (bounded willpower)	41
cc) Beschränkter Eigennutz (bounded self-interest)	41
c) Produktverbote als Antwort auf beschränkte Anlegerrationalität?	43
V. Fazit	45
 § 3 Anlegerschutz durch Produktintervention im System des Anlegerschutzrechts	 47
<i>A. Produktverbote als Anlegerschutzinstrument</i>	47
I. Definition	47
II. Systematisierung	49
III. Erscheinungsformen	49
1. Materielle Produktverbote	51
a) Termingeschäftsfähigkeit	51
b) § 100 Abs. 2 Satz 1 WpHG	53
2. Formelle Produktverbote	53
a) Bereichsspezifische Ausschlussstatbestände	53
aa) Erwerbsverbot für Spezial-AIF-Anteile	54

bb) Verbot von Vermögensanlagen mit Nachschusspflicht	54
cc) Gestaltungsvorgaben für das Produktdesign	55
b) Selbstverpflichtungen	56
c) Unerfüllbare Beratungspflichten	56
d) Sonderfall: Beschränkungen bei komplexen Finanzinstrumenten	57
IV. Zwischenfazit	58
<i>B. Die Produktintervention</i>	58
I. Entstehungsgeschichte	58
1. Von § 4b WpHG aF zu Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 und § 15 WpHG	58
2. Normativer Gleichlauf zwischen § 4b WpHG aF und Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014	59
3. Praktische Bedeutung des § 4b WpHG aF	60
II. Konzeptionelle Grundlagen des Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014	61
1. Der funktionale Regelungsansatz	61
a) Bestimmtheit	62
b) Rechtsnatur	63
2. Die Eingriffsvoraussetzungen	64
a) Tatbestandsvoraussetzungen	64
b) Konkretisierung durch Art. 21 DVO 2017/567	65
c) Anlegerschutzbedenken als Abwägungsfrage	66
3. Das Subsidiaritätsprinzip	67
a) Produktintervention durch die BaFin	67
b) Produktintervention durch ESMA und EBA	68
aa) Art. 40, 41 Abs. 2 lit. b) VO (EU) Nr. 600/2014	69
(1) Unterschiedliche Sprachfassungen	69
(2) Szenariobetrachtung	69
(3) Ergebnis und Verständnis der ESMA	70
bb) Art. 40, 41 Abs. 2 lit. c) VO (EU) Nr. 600/2014	72
III. Rechtsfolgen	73
1. Produktbezogene Intervention	73
a) „Vermarktung“	73
b) „Vertrieb“	74
c) „Verkauf“	75
2. Verhaltensbezogene Intervention	76
IV. Zwischenfazit	77
<i>C. Das Anlegerleitbild der Produktintervention</i>	79
I. Maßstab der Leitbildentwicklung	79
1. Positive und vorrechtliche Leitbilder	79
2. Welches Leitbild sollte der Gesetzgeber zugrunde legen?	79

II. Das Leitbild	81
1. Der paternalistische Charakter der Produktintervention	81
a) Der Paternalismusbegriff	81
aa) Definition	82
bb) Abgrenzung	82
b) Einordnung der Produktintervention	83
c) Produktintervention als libertär paternalistisches Instrument?	84
2. Die Verwaltungspraxis	86
a) Entwurf AllGVerf. v. 28. Juli 2016 (Bonitätsanleihen)	86
b) Contracts for Difference (CFD)	87
aa) BaFin, AllGVerf. v. 8. Mai 2017	87
bb) ESMA, Beschl. (EU) 2018/795 v. 22. Mai 2018	88
3. Fazit	88
D. Systemkonformität?	89
I. Meinungsstand	89
II. Differenzierende Überlegungen	90
1. Szenario 1	90
2. Szenario 2	91
III. Abschließende Bewertung	92
 § 4 Legitimation von Produktinterventionen mit dem Zweck des Anlegerschutzes	 95
A. Begriff der Legitimation	95
B. Produktintervention als Grundrechtseingriff	96
I. Maßstab der Untersuchung	96
II. Betroffene Grundrechtspositionen	97
III. Rechtfertigungsansätze	98
1. Schutzpflichtfunktion der Privatautonomie	99
a) Grundlagen	99
b) Wiederherstellung materieller Privatautonomie als Schutzauftrag	100
aa) Formale Vertragsfreiheit	100
bb) Materielle Vertragsfreiheit	101
cc) Kriterien für die Schutzpflichtaktivierung	101
(1) Wirtschaftliche und emotionale Unterlegenheits- situationen	102
(2) Fehlende Möglichkeit zur effektiven Interessen- wahrnehmung	102
(3) Zwischensynthese	103
2. Schutzpflichtgedanke und Verhaltensökonomik	105

a) „Kontrolldefizit“ aufgrund beschränkter Anlegerrationalität? . . .	105
b) Parallelen zur Rechtfertigung der Inhaltskontrolle nach § 307 BGB	106
c) Einschränkung der Wertungsgesichtspunkte	108
aa) Heterogenität verhaltensökonomischer Erkenntnisse	108
bb) Keine zwingende Selbstschädigung bei nicht rationalem Verhalten	109
cc) Kein Korrekturvorbehalt für beschränkt rationale Anlageentscheidungen	110
d) Fazit	110
<i>C. Regulierungstheoretische Gesichtspunkte</i>	111
I. Folgewirkungen der Produktintervention	112
1. Liquiditätsverluste	112
2. Innovationsdiffusion	113
3. Verhinderung von Lerneffekten	114
a) Perspektive eines liberalen Anlegerschutzes	115
b) Perspektive eines paternalistischen Anlegerschutzes	115
c) Einschränkung der Überlegungen	116
II. Abschließende Bewertung	117
 § 5 Praktische Handhabung der Produktintervention	121
<i>A. Schutzlücken bei Produktintervention nach Vertragsschluss</i>	121
I. Problemstellung	121
II. Präventive Produktintervention mit Erlaubnisvorbehalt?	122
1. Funktion	123
2. Potenzial	123
3. Bewertung	124
III. Produktrückruf als Lösungsansatz	126
IV. Fazit	127
 <i>B. Überinklusion nicht schutzbedürftiger Anleger</i>	128
I. Problemstellung	128
1. Kriterien für die Anlegerkategorisierung	128
2. Notwendigkeit einer Typisierung	129
a) Fehlende Differenziertheit des Privatkundenbegriffs	129
b) Überinklusion als Folge	130
II. Lösungsansätze	130
1. Begriffliche Ausdifferenzierung	131
a) Modifizierter Privatkundenbegriff	131
b) Verbraucherbegriff	132

2. Opting-out für betroffene Anleger?	132
a) Konstruktion	133
b) Bewertung	134
§ 6 Subjektive Rechtsfolgen der Produktintervention	137
<i>A. Zivilrechtliche Konsequenzen</i>	137
I. Rechtsfolgen im Vertragsrecht	137
1. Produktintervention als Wirksamkeitshindernis?	137
a) Konstruktion	138
b) Bewertung	139
2. Auswirkungen auf die Anlageberatung	141
a) Relevanz einer Produktintervention für die Anlageberatung	141
b) Art und Weise der Einwirkung	142
aa) Berater ist Adressat der Produktintervention	143
bb) Berater ist nicht Adressat der Produktintervention	143
3. Auswirkungen auf das Produktdesign	144
a) Art. 19–21 DVO 2017/567	144
b) Konkrete Interventionsverfügungen	145
4. Vermutungswirkung?	146
a) Funktion	146
b) Notwendigkeit	147
aa) Vertragsschluss vor Erlass der Verfügung	147
bb) Vertragsschluss nach Erlass der Verfügung	147
II. Rechtsfolgen im Deliktsrecht	148
1. § 823 Abs. 1 BGB	148
2. § 823 Abs. 2 BGB	148
3. § 826 BGB	150
4. Deliktische Haftung bei beratungsfreien Geschäften?	150
a) Gefährdungshaftung	151
b) Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 als Schutzgesetz	152
III. Amtshaftung	152
<i>B. Rechtsschutz gegen Interventionsverfügungen</i>	153
I. Rechtsschutzmöglichkeiten	153
II. Umfang einer gerichtlichen Kontrolle	154
1. Grundlagen	155
a) Regelfall: Vollständige Überprüfbarkeit	155
b) Ausnahme: Letztentscheidungskompetenz der Behörde	156
c) Eingeschränkter Kontrollmaßstab	157

2. Letztentscheidungskompetenz in Bezug auf die quantitative Eingriffsschwelle?	158
a) Maßstab: Normative Ermächtigungslehre	158
aa) Wortlautinterpretation	158
(1) Grundlinien der Interventionsentscheidung	158
(2) Qualitative Konkretisierung durch Art. 21 DVO 2017/567	159
(3) Tatsachenbeurteilung technischer Art?	161
bb) Systematik des Produktinterventionsregimes	162
b) Abschließende Bewertung	163
§ 7 Schlussbetrachtung	165
§ 8 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse in Thesen	167
A. Grundlagen (§ 2)	167
B. Systematische Einordnung (§ 3)	168
C. Legitimation (§ 4)	170
D. Praktische Handhabung (§ 5)	171
E. Subjektive Rechtsfolgen (§ 6)	171
Literaturverzeichnis	173
Stichwortverzeichnis	187