

Inhaltsverzeichnis

Danksagung und Widmung	5
Abkürzungsverzeichnis	17
Erster Teil: Einleitung	23
A. Problemdarstellung und Fragestellung	25
B. Gang der Untersuchung	29
Zweiter Teil: Hauptteil	33
A. Anlegerschutz und Funktionen des Anlegerschutzrechts	35
I. Funktionaler Schutz – Schutz der Kapitalmärkte	36
II. Individueller Schutz – Schutz des einzelnen Anlegers	37
1. Dienender Individualschutz	38
2. Individualschutz im engeren Sinne	41
III. Zwischenergebnis: Funktionaler und individueller Schutz als eigenständige, aber verbundene Ziele des Anlegerschutzrechts	45
B. Anlegerleitbild in Gesetzgebung und Rechtsprechung	47
I. Gesetzgeberische Anlegerkategorien im Recht der Europäischen Union und der Bundesrepublik Deutschland	48
1. Einleitung	48
a) Die Legaldefinitionen der Anlegerkategorien im Einzelnen	50
aa) Prospektrichtlinie 2003/71/EG	50
bb) Änderungsrichtlinie 2010/73/EU	52

cc) Wertpapierprospektgesetz (WpPG)	52
dd) Prospektverordnung (EU) 2017/1129	54
ee) MiFID – Finanzmarktrichtlinien 2004/39/EG und 2014/65/EU	55
ff) Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)	60
gg) AIFM-Richtlinie 2011/61/EU	62
hh) Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)	63
b) Diskussion	64
aa) Differenzierung der Pflichten der Gegenseite	65
bb) Wechsel der Anleger- und Kundenkategorie – Opting-in und Opting-out	66
cc) Die Zwischenkategorie des semiprofessionellen Anlegers im KAGB	67
c) Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014	69
2. Zwischenergebnis	72
II. Anlegerbilder in der Rechtsprechung	76
1. Rechtsprechung des BGH zum Prospektrecht	77
a) „Beton- und Monierbau (BuM)“-Entscheidung	78
b) „WBG Leipzig-West“-Entscheidung	79
c) Stellungnahme zu den Entscheidungen	80
2. Rechtsprechung des BGH zum Recht der Anlageberatung	81
a) Bond-Entscheidung	82
b) Offenkundigkeit des Gewinnerzielungsinteresses der Bank	83
aa) Lehman-Zertifikate-Entscheidung	83
bb) „CMS Spread Ladder Swap“-Entscheidung	84
cc) Stellungnahme	85
c) Keine Aufklärungspflicht für freie Anlageberater unterhalb der 15%-Schwelle	88
3. Rechtsprechung zum Marktmissbrauchsrecht	89
a) Geldl-Entscheidung	90
b) IKB-Entscheidung	91
c) Stellungnahme	92
4. Zwischenergebnis	92

C. Literaturdebatte und Anlegerleitbild de lege ferenda	97
I. Literaturdebatte über die Anlegerbilder <i>de lege lata</i>	97
1. Einfluss theoretischer Grundannahmen über Anlegerrationalität und Markteffizienz auf das Anlegerleitbild	98
a) Vorbemerkung zu wirtschaftswissenschaftlichen Modellannahmen und juristischen Leitbildern – am Beispiel des <i>homo oeconomicus</i>	98
b) Liberale Modelle	101
c) Vermittelnde Modelle	102
d) Paternalistische Modelle	102
e) Zwischenergebnis	103
2. Einfluss des Regelungszwecks auf das Anlegerleitbild <i>de lege lata</i>	105
a) Anlegergleichbehandlung durch allgemeine Kapitalmarktinformationen	105
b) Anlegeraufklärung durch Standardinformationen	106
c) Individuelle Anlegerberatung	108
d) Professionelle Vermögensverwaltung	109
e) Zwischenergebnis	111
II. Ansatzpunkte eines Anlegerleitbildes <i>de lege ferenda</i>	112
1. Verbraucherleitbild – keine Vorlage für das Anlegerleitbild <i>de lege ferenda</i>	113
a) Problematik der Verbrauchereigenschaft von Anlegern	113
b) Stellungnahme	117
2. <i>Behavioral Finance</i> und das Anlegerleitbild <i>de lege ferenda</i>	118
a) Neoklassische Kapitalmarkttheorie und ihre Kritik durch <i>Behavioral Finance</i>	118
aa) Effizienzhypothese und <i>homo oeconomicus</i>	119
bb) Kritik der <i>Behavioral Finance</i>	121
b) Heuristiken und kognitive Verzerrungen	123
aa) Informationswahrnehmung	126
bb) Informationsverarbeitung und -bewertung	130
cc) Anlageentscheidung	134

dd) <i>Prospect Theory</i>	137
3. Diskussion der <i>Behavioral Finance</i> -Erkenntnisse und ihrer Verwertbarkeit <i>de lege ferenda</i>	141
a) Zweifel an der Übertragbarkeit in die Gesetzgebungspraxis .	141
b) Gegenwärtiger Einfluss auf die Gesetzgebung am Beispiel der Honorar-Anlageberatung	144
III. Der <i>homo oeconomicus limitatus</i> als Anlegerleitbild <i>de lege ferenda</i>	152
1. Weiterentwicklung der Grundannahmen über Anlegerrationalität und Markteffizienz	152
2. Der <i>homo oeconomicus limitatus</i> als weiterentwickeltes Anlegerleitbild <i>de lege ferenda</i>	155
D. Strategien des Anlegerschutzes	161
I. Ergänzender Anlegerschutz durch finanzielle Bildung	162
1. Bestandsaufnahme der finanziellen Bildung	163
2. Ansatzpunkte und Initiativen der finanziellen Bildung	163
3. Kritik der finanziellen Bildung	165
4. Stellungnahme	166
II. Anlegerschutz durch Information	167
1. Der informationsbasierte Anlegerschutz	168
a) Schutz durch gesetzliche Informationspflichten	168
aa) Gesetzliche Pflichten zur Veröffentlichung allge- meiner Kapitalmarktinformationen	169
bb) Gesetzliche Pflichten zur Information konkreter Anlageinteressenten	170
b) Schutz durch Informationspflichten in Beratungssituationen nach der Rechtsprechung	172
aa) Die Bond-Entscheidung des BGH und § 64 WpHG n.F.	173
bb) Die Rückvergütungs-Entscheidung des BGH und § 31d WpHG-E (§ 70 WpHG n.F.)	173
cc) Die „CMS Spread Ladder Swap“-Entscheidung des BGH	175

(1) Inhalt der Entscheidung	175
(2) Stellungnahme	175
c) Schutz durch Aufklärungspflichten in Nicht-Beratungssituationen nach der Rechtsprechung	181
2. Die Debatte über das Informationsmodell	183
a) Kritik am Informationsmodell	183
aa) Grundsätzliche Kritik	183
bb) Hohe Kosten	184
cc) Anfälligkeit für <i>hindsight bias</i> und <i>outcome bias</i>	184
dd) Systemische Überlagerungen	186
ee) <i>Information overload</i>	187
ff) <i>Framing</i>	188
b) Vorzüge des Informationsmodells	189
aa) Wahrung und Förderung der Privatautonomie	189
bb) Schutzniveau der Rechtsprechung als „Goldstandard“ des Anlegerschutzes	189
cc) Argumente gegen die Kritik am Informationsmodell ..	191
3. Zwischenergebnis zum Anlegerschutz durch Information	192
III. Anlegerschutz durch Haftung	195
1. Durchsetzung aufsichtsrechtlicher Normen durch zivilrechtliche Haftungsansprüche – <i>Private Enforcement</i>	196
2. Haftung für fehlerhafte allgemeine Kapitalmarktinformationen	200
a) Spezialgesetzliche Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Informationen	200
b) Zivilrechtliche Kapitalmarktinformationshaftung	201
c) Zwischenergebnis	203
3. Spezialgesetzliche Prospekthaftung	204
a) Prospekthaftung bei Wertpapieren nach dem WpPG	205
aa) Haftung der Prospektverantwortlichen und Prospektveranlasser für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte gemäß § 9 WpPG	206
bb) Haftung für sonstige fehlerhafte Prospekte gemäß § 10 WpPG	207

cc)	Haftungsausschlussgründe gemäß § 12 WpPG	207
dd)	Haftung bei fehlendem Angebotsprospekt gemäß § 14 WpPG	208
ee)	Haftung bei fehlerhaftem oder fehlendem Wertpapier-Informationsblatt sowie Haftungs- ausschluss gemäß §§ 11, 13 und 15 WpPG	209
ff)	Unwirksame Haftungsbeschränkungen und wei- tergehende Haftungsansprüche gemäß § 16 WpPG	210
gg)	Zwischenergebnis	210
b)	Prospekthaftung bei Vermögensanlagen nach dem VermAnlG	211
aa)	Haftung für fehlerhafte Verkaufsprospekte gemäß § 20 VermAnlG	212
bb)	Haftung für fehlende Verkaufsprospekte gemäß § 21 VermAnlG	213
cc)	Haftung für unrichtige oder fehlende Vermögensanlagen-Informationsblätter gemäß § 22 VermAnlG	213
dd)	Zwischenergebnis	214
c)	Prospekthaftung bei Anteilen an Investmentvermögen nach dem KAGB	214
aa)	Haftung für fehlerhafte Prospekte und wesent- liche Anlegerinformationen gemäß § 306 Abs. 1 und 2 KAGB	215
bb)	Haftungsbeschränkungen und Haftungsaus- schluss gemäß § 306 Abs. 3 KAGB	216
cc)	Erweiterung des Kreises der Haftungsadressaten gemäß § 306 Abs. 4 KAGB	216
dd)	Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt gemäß § 306 Abs. 5 KAGB	216
ee)	Unwirksame Haftungsbeschränkung und sons- tige Haftungsansprüche gemäß § 306 Abs. 6 KAGB	217
ff)	Zwischenergebnis	217
d)	Prospekthaftung bei verpackten Anlageprodukten für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukten nach der PRIIP-VO	218

aa)	Anwendungsbereich der PRIIP-VO gemäß Art. 1 und 2 PRIIP-VO	219
bb)	Pflicht zur Erstellung, Aktualisierung und Zurverfügungstellung des Basisinformationsblattes gemäß Art. 5 und 10 PRIIP-VO	219
cc)	Haftungsanspruch gemäß Art. 11 PRIIP-VO	220
dd)	Sonstige Haftungsansprüche und unwirksame Haftungsbeschränkungen gemäß Art. 11 Abs. 4 und 5 PRIIP-VO	221
ee)	Zwischenergebnis	221
e)	Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen nach dem WpÜG	224
4.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung	225
a)	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	226
b)	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne	228
aa)	Zwei-Personen-Verhältnis	229
bb)	Drei-Personen-Verhältnis	231
c)	Stellungnahme	232
5.	Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung neben § 306 KAGB	235
a)	Vergleich der bürgerlich-rechtlichen mit der spezialgesetzlichen Prospekthaftung gemäß § 306 KAGB	239
aa)	Kreis der Haftungsadressaten	239
bb)	Prospektbegriffe	240
cc)	Verschuldensmaßstab	241
dd)	Zwischenergebnis	242
b)	Abwägung	242
aa)	Parallele Anwendung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im Anwendungsbereich des KAGB ..	242
bb)	Ergänzende Anwendung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung außerhalb des Anwendungsbereiches des KAGB	244
c)	Stellungnahme	245
d)	Rechtsfolge des § 306 Abs. 1 KAGB bei Personengesellschaften	246

aa)	Anwendbarkeit der Rechtsfolge auf die Investment-Kommanditgesellschaften?	246
bb)	Stellungnahme	248
6.	Vertragliche und deliktische Haftungsansprüche	249
a)	Vertragstypen, Pflichten und Haftungsansprüche	249
aa)	Vermögensverwaltungsvertrag	250
bb)	Anlageberatungsvertrag	251
(1)	Vertragliche Pflichten nach der Rechtsprechung .	252
(2)	Neuerungen bei den aufsichtsrechtlichen Pflichten für Anlageberater	253
cc)	Anlagevermittlungsvertrag	256
dd)	Ausführungsvertrag – <i>Execution Only</i>	257
b)	Deliktsrechtliche Haftungsansprüche	258
c)	Verhältnis von Aufsichtsrecht und zivilrechtlichen Haftungsansprüchen	260
aa)	Doppelnatur der Verhaltenspflichten des WpHG	261
bb)	Unmittelbare Geltung der Finanzmarktrichtli- nien kraft Vollharmonisierung	262
cc)	Ausstrahlungswirkung der WpHG- Verhaltenspflichten auf das zivilrechtliche Verhältnis .	264
dd)	Rein öffentlich-rechtlicher Normcharakter ohne zivilrechtliche Wirkungen	265
ee)	Stellungnahme	270
d)	Zwischenergebnis	274
7.	Zwischenergebnis zum Anlegerschutz durch Haftung	275
IV.	Anlegerschutz durch Aufsicht	277
1.	Schutz durch aufsichtsgesetzliche Pflichten und Sanktionen	278
a)	Vorbehalt der Erlaubnis oder Registrierung	278
b)	Weitere zwingende Pflichten nach dem WpHG und KAGB .	280
aa)	Aufsichtsrechtliche Vorgaben im WpHG	280
bb)	Aufsichtsrechtliche Vorgaben im KAGB	283
c)	Produktzulassungsverfahren – <i>Product Governance</i>	284
aa)	Pflichten des Herstellers	285

bb) Pflichten des Vertriebs	286
cc) Sanktionen	286
dd) Stellungnahme	287
d) Zwischenergebnis	289
2. Schutz durch aufsichtsbehördliche Überwachung und Maßnahmen	290
a) Überblick über Aufgaben und Befugnisse der Bundesanstalt in der Wertpapieraufsicht	291
aa) Aufgaben der Überwachung	291
bb) Befugnisse zu Anordnungen und Maßnahmen	293
b) Stellungnahme	296
c) Produktintervention	297
aa) Frühere Produktverbote	299
bb) Voraussetzungen der Produktintervention nach Art. 42 MiFIR	301
cc) Rechtsfolgen eines Produktverbots	304
dd) Stellungnahme	306
3. Zwischenergebnis zum Anlegerschutz durch Aufsicht	308

Dritter Teil: Zusammenfassung in Thesen und Schlussbetrachtung	313
---	------------

A. Zusammenfassung in Thesen	315
---	------------

B. Schlussbetrachtung – Fazit und Ausblick	329
---	------------

Literaturverzeichnis	333
-----------------------------------	------------