

# Inhaltsverzeichnis

<b>Danksagung und Widmung .....</b>	5
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	17
<b>Erster Teil: Einleitung .....</b>	23
<b>A. Problemdarstellung und Fragestellung .....</b>	25
<b>B. Gang der Untersuchung .....</b>	29
<b>Zweiter Teil: Hauptteil .....</b>	33
<b>A. Anlegerschutz und Funktionen des Anlegerschutzrechts .....</b>	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>B. Anlegerleitbild in Gesetzgebung und Rechtsprechung .....</b>	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) Marktmisbrauchsverordnung (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 Marktmisbrauchsrecht .....	89
a) Geltl-Entscheidung .....	90
b) IKB-Entscheidung .....	91
c) Stellungnahme .....	92
4. Zwischenergebnis .....	92

<b>C. Literaturdebatte und Anlegerleitbild <i>de lege ferenda</i> .....</b>	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
<b>D. Strategien des Anlegerschutzes .....</b>	<b>161</b>
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 Sine .....	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 Finanzmarktrechtlichen 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
<b>Dritter Teil: Zusammenfassung in Thesen und Schlussbetrachtung .....</b>	<b>313</b>
<b>A. Zusammenfassung in Thesen .....</b>	<b>315</b>
<b>B. Schlussbetrachtung – Fazit und Ausblick .....</b>	<b>329</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>333</b>