

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	19
B. Grundlagen des Anlegerschutzes	21
I. Ökonomische Grundlagen	21
1. Bedeutung und Funktion des Kapitalmarktes	21
2. Homo oeconomicus als grundlegendes Verhaltensmodell	22
3. Kapitalmarkteffizienzhypothese	24
4. Behavioral Finance und Rationalitätsdefizite	26
a) Grundlagen der Behavioral Finance	27
aa) Kontrollbedürfnis	27
bb) Dissonanzfreiheit	28
b) Informationsphase	29
aa) Repräsentativitätsheuristik	29
bb) Ambiguitätsaversion	31
cc) Ankerheuristik	31
dd) Darstellungseffekt	32
ee) Verfügbarkeitsheuristik	32
ff) Selektive Wahrnehmung	33
gg) Selbstüberschätzung und Überoptimismus	33
c) Entscheidungsphase	34
aa) Prospect Theory	34
bb) Mental Accounting	35
cc) Besitztumseffekt	35
dd) Reueaversion	36
ee) Selektives Entscheiden	36
d) Limits of arbitrage	37
e) Zwischenergebnis	38
5. Ziele von Anlegerschutz	38
a) Individualschutz	38
b) Funktionenschutz	39
c) Verhältnis von Individualschutz und Funktionenschutz	40
II. Maßnahmen des Anlegerschutzes	42

1. Offenlegung	42
2. Verhaltenspflichten beim Vertrieb	44
3. Schadensersatz	46
4. Interventionismus	46
III. Rolle der Aufsichtsbehörden	47
1. BaFin	47
a) Organisation	47
b) Aufgaben und Ziele	48
c) Instrumente und Befugnisse	49
2. ESMA	50
a) Organisation	50
b) Aufgaben und Ziele	51
c) Instrumente und Befugnisse	51
3. Börsenaufsicht	52
4. Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden	52
C. Anlegerleitbilder	54
I. Begriff	54
1. Marktrational-optimistisches Modell	55
2. Marktrational-pessimistisches Modell	55
3. Paternalistisches Modell	56
II. Funktionen	56
1. Rechtspolitische Funktion	57
2. Auslegung	58
III. Geschichtliche Entwicklung	58
1. Anfänge	58
2. Liberalisierung	60
3. Frühe 2000er	62
4. Entwicklung nach der Finanzmarktkrise 2008	63
5. Zwischenergebnis	65
IV. Anlegerleitbilder der Gesetzgeber	66
1. Transparenzvorschriften	66
a) Publizität am Primärmarkt	67
aa) Europäischer Gesetzgeber	67

Inhaltsverzeichnis	11
(1) Anwendungsbereich und Zielsetzung der Prospekt-VO	67
(2) Prospektgrundsätze	67
(3) Prospektzusammenfassung	68
(4) Abstufung des Schutzniveaus	69
(5) Prospekthaftung	71
bb) Deutscher Gesetzgeber	71
(1) Wertpapier-Informationsblatt	72
(2) Mediatisierungserfordernis	72
(3) Zeichnungsgrenzen	73
(4) Prospekthaftung	73
(5) Zwischenergebnis	74
b) Periodische Publizität	75
c) Anlassbezogene Publizität	75
2. Wohlverhaltenspflichten bei Wertpapierdienstleistungen	77
a) Regelungsgrundlagen	77
b) Kundenkategorisierung	78
c) Allgemeine Verhaltensregeln, § 63 WpHG	80
aa) Aufsichtsrechtliches Leitbild	80
bb) Umgang mit Interessenskonflikten	81
cc) Informationspflichten	82
(1) Durchschnittlicher Anleger als Maßstab	82
(2) Allgemeine Informationspflichten	84
(3) Auswirkungen auf das Leitbild	85
dd) Angemessenheitsprüfung	85
ee) Reines Ausführungsgeschäft	87
ff) Berichtspflicht	88
d) Spezielle Wohlverhaltensregeln, § 64 WpHG	88
aa) Informationspflichten	88
bb) Produktinformationsblatt	89
cc) Geeignetheitsprüfung	90
dd) Geeignetheitserklärung	92
ee) Unabhängige Honoraranlageberatung	92
ff) Finanzportfolioverwaltung	94
e) Verbot der Annahme von Zuwendungen, § 70 WpHG	94
f) Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten, § 83 WpHG	95
g) Zwischenergebnis	96
3. Interventionismus	98
a) Product Governance	98

aa) Konzeption	99
bb) Vertrieb	101
cc) Anlegerleitbild im Bereich der Product Governance	103
b) Produktinterventionsbefugnisse	104
aa) Produktinterventionsbefugnis der BaFin	104
(1) Eingriffsvoraussetzungen	105
(a) Anwendungsbereich	105
(b) Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz	105
(c) Erforderlichkeit	107
(2) Arten der Intervention	107
bb) Produktinterventionsbefugnis der ESMA	108
cc) Anlegerleitbild im Bereich der Produktintervention	108
c) Zwischenergebnis	109
V. Anlegerleitbilder der Rechtsprechung	110
1. Durchschnittlicher Anleger	111
2. Verständiger Anleger	112
3. Bond-Rechtsprechung	114
a) Anlegergerechte Beratung	115
b) Objektgerechte Beratung	115
c) Herbeiführung eines Verständniserfolgs bei komplexen und riskanten Produkten?	117
d) Offenlegung eigener Verdienstinteressen	119
4. Zwischenergebnis	121
VI. Anlegerleitbilder der Aufsichtsbehörden	122
1. ESMA	122
a) Bindungswirkung von Leitlinien und Q&A	123
b) Geeignetheitsprüfung	124
c) Angemessenheitsprüfung	128
d) Product Governance	131
e) Produktintervention	134
aa) Verbot binärer Optionen	136
bb) Beschränkungen von Differenzkontrakten	138
cc) Auswirkungen auf das Anlegerleitbild	140
f) Zwischenergebnis	141
2. BaFin	141
a) Selbstverständnis der BaFin	142
b) BaFinJournals	145

c) Interventionsentscheidungen	147
aa) Bonitätsanleihen	148
bb) Binäre Optionen	150
cc) CFD	151
d) Zwischenergebnis	153
VII. Rechtsvergleichung	154
1. USA	154
a) Entwicklung	154
b) Offenlegungsvorschriften	156
aa) Securities Act 1933	156
bb) Securities Exchange Act 1934	158
c) Wohlverhaltenspflichten	160
aa) Verhaltensstandard	160
(1) Investment Adviser	160
(2) Broker-Dealer	161
bb) CRS Form	163
d) Zwischenergebnis	163
2. Vereinigtes Königreich	164
a) Entwicklung	164
b) Regulierungsansatz der FCA	165
c) Verbot provisionsbasierter Anlageberatung	166
d) Interventionismus	166
e) Zwischenergebnis	169
3. Schweiz	170
a) Entwicklung	170
b) Kundensegmentierung	174
c) Wohlverhaltenspflichten	175
aa) Allgemein	175
bb) Angemessenheits- und Eignungsprüfung	176
cc) Zuwendungen	177
d) Prospektrecht	177
e) Interventionismus	178
f) Zwischenergebnis	178
D. Weiterentwicklung des Anlegerleitbildes	180
I. Anwendung der Behavioral Finance?	180
1. Argumente für eine Berücksichtigung	180
a) Abbildung der Realität	180

b) Verbesserung des Informationsmodells	180
2. Argumente gegen eine Berücksichtigung	181
a) Widersprüchlichkeit der Erkenntnisse	181
b) Fehlende Vorhersehbarkeit und fehlende Normativität	181
c) Vermeidung von Lernprozessen	182
d) Privatautonomie und Paternalismus	183
3. Stellungnahme	185
a) Normative Zielsetzung	185
b) Differenzierung zwischen Informations- und Entscheidungsphase	186
c) Weitere Differenzierung der Kundenkategorien	187
d) Zwischenfazit	189
4. Anwendung gerade im Kapitalmarktrecht?	189
II. Weiterentwicklung des Anlegerschutzes zum Verbraucherschutz?	190
1. Verhältnis	191
a) Persönlicher Anwendungsbereich	191
b) Schutzbedürfnis und Schutzinstrumente	192
c) Verbraucherleitbilder	193
2. Stellungnahme	194
E. Rechtspolitischer Reformbedarf	196
I. Notwendigkeit einer „Ampel“ für Finanzanlagen?	196
1. Vergleich mit der Ampelkennzeichnung im Lebensmittelbereich	196
2. Argumente gegen eine Ampelkennzeichnung	197
3. Ausdehnung des Gesamtrisikoindikators der PRIIP-VO als Alternative	199
II. Notwendigkeit von Produktverboten?	199
1. Finanz-TÜV	199
2. Produktverbote	200
a) Vorteile	200
b) Nachteile von Produktverboten	201
c) Stellungnahme	202
Thesen	204
Literaturverzeichnis	206
Sachverzeichnis	219