

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

68

Anne Gläßner

Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten

Eine verhaltensökonomische und regulierungstheoretische
Analyse des Kleinanlegerschutzgesetzes



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, Bucerius Law School Hamburg

Band 68

Anne Gläßner

Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten

Eine verhaltensökonomische und regulierungstheoretische
Analyse des Kleinanlegerschutzgesetzes



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Rechtswissenschaftliche Fakultät, Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4517-3 (Print)

ISBN 978-3-8452-8759-1 (ePDF)

D 6

1. Auflage 2017

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2017. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Für meine Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit hat der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster im Sommersemester 2017 als Dissertation vorgelegen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur wurden bis September 2017 berücksichtigt.

Eine Dissertation schreibt sich nicht allein. Besonderer Dank gebührt daher meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Matthias Casper für das vertrauensvolle Betreuungsverhältnis. Er hat diese Arbeit angeregt und mir den nötigen Freiraum zu ihrer Vervollständigung gelassen, wobei gleichzeitig seine Tür jederzeit offen stand. Ich danke Ihm und meinen Kollegen – stellvertretend seien Manuel Gietzelt, David Topp und Kirsten Krug genannt – für viele wertvolle Gespräche und die schöne Zeit am Lehrstuhl.

Frau Prof. Dr. Petra Pohlmann danke ich herzlich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Für die mühevollen Durchsicht dieser Arbeit, hilfreiche Korrekturen und technische Unterstützung danke ich Kirsten Krug, Dr. Stephanie Müller-Bloch, Marius Riebandt, Carsten Bork, Dr. Björn Czeschick, Mazlum Alptekin und insbesondere meinem Vater Herrn Dipl.-Ing. Rolf Gläßner. Er und meine Mutter Frau Dr. Susanne Gläßner haben mich zu jeder Zeit und in jeder Hinsicht bedingungslos unterstützt. Ihnen ist diese Arbeit in großer Dankbarkeit gewidmet.

Münster im Oktober 2017

Anne Gläßner

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
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
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 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

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

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

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 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 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 Verkaufsunterlagen	327
1. Verkaufsprospekt	328
a) Fehlerhafter Verkaufsprospekt	328
b) Fehlender Verkaufsprospekt	331
c) Die Haftungsfälle des § 21 VermAnlG zur Durchsetzung von Zeichnungsgrenzen	332
2. VIB	333
a) Fehlerhaftes VIB, § 22 Abs. 1, Abs. 1a VermAnlG	333
b) Fehlendes VIB, § 22 Abs. 4a VermAnlG	335
3. Die unterschiedliche Durchsetzungsintensität im Vergleich zur Werbung	338

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 Produktgovernance-Vorgaben	347
VII. Produktintervention	347
1. Wirksamkeit von Erwerbsgeschäften	347
2. Anfechtbarkeit des Erwerbsgeschäftes	349
3. Schadensersatz	350
VII. Prozessuale Durchsetzung	353
E. Abschreckende Wirkung der 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 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

Erster Teil: Grundlagen

§ 1 Einleitung

A. Problemaufriss und Zielsetzung

Mehrere spektakuläre Unternehmensinsolvenzen und fragwürdige Geschäftspraktiken sorgten in den letzten Jahren für Unruhe auf dem deutschen Kapitalmarkt. Genannt seien etwa die Geschehnisse um die S&K-Gruppe und die Infinus AG sowie nicht zuletzt die Insolvenz der PRO-KON Regenerative Energien GmbH.¹ Letztere hatte mit Hilfe von breitenwirksamer Werbung im ÖPNV und durch Postwurfsendungen ein Anlagevolumen von rund 1,4 Mrd. Euro eingesammelt, obwohl die verfügbaren Informationen über Chancen und Risiken des Geschäftsmodells eher gegen eine Investition sprachen und Verbraucherschützer daher vor einer Kapitalanlage warnten. Investoren waren vornehmlich private Anleger mit eher durchschnittlichem Vermögen.

Vor diesem Hintergrund stellte sich die Frage, ob eine weitergehende Regulierung des (grauen) Kapitalmarktes zum Schutz von privaten Anlegern erforderlich war und wie eine solche Regulierung aussehen sollte. Der deutsche Gesetzgeber sah Anlass für ein Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)², welches insbesondere den Vertrieb von Finanzprodukten durch Änderungen des VermAnlG und des WpHG beschränkt. Neben einer Erweiterung der Informationspflichten erfuhr auch die Werbung für Finanzprodukte eine Regulierung. So müssen Anbieter nun nach § 12 Abs. 2 S. 1 VermAnlG vor der Gefahr eines Totalverlustes der Einlage warnen. Die Eingriffsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) wurden erheblich erweitert. Insbesondere hat sie die Befugnis zur Produkt- und Verhaltensintervention nach § 4b WpHG. Daneben greift der Gesetzgeber mit dem Produktfreigabeverfahren nach § 33 Abs. 3b bis 3d WpHG in den internen Produktionsprozess der Hersteller ein.

1 Zum Sachverhalt siehe *Casper*, ZBB 2015, 265, 266.

2 Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.07.2015, BGBl. I S. 1114.

Für eine Bewertung des KASG gilt es zunächst zu ermitteln, worin das Schutzbedürfnis der Anleger liegt. Die Frage, warum Anleger trotz umfassender, wahrheitsgemäßer Information suboptimale Anlageentscheidungen treffen, beantwortet die empirische Verhaltensforschung. Die verhältnismäßig junge Forschungsdisziplin der verhaltensökonomischen Betrachtung des Anlegerverhaltens (*Behavioral Finance*) zeigt signifikante, systematische Rationalitätsdefizite, die auf verzerrter Wahrnehmung und Emotionen beruhen. Umfassende Informationspflichten allein genügen daher nicht, um eine optimale Anlageentscheidung zu gewährleisten. Ziel dieser Arbeit ist die Entwicklung einer Regulierungsstrategie, die das kapitalmarktrechtliche Informationsmodell unter Bezugnahme auf die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* weiterentwickelt. Dafür ist zu prüfen, wieweit der Gesetzgeber entsprechende Lücken durch das KASG bereits geschlossen hat und wo de lege lata Einfallstore für die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* sind.

Ein Regulierungsbedarf besteht dabei insbesondere im Interesse des Marktfunktionenschutzes. Denn suboptimale Anlageentscheidungen stören die Informations- und Allokationseffizienz des Marktes. Negative Allokationseffekte können zu volkswirtschaftlichen Schäden führen, da ein funktionsfähiger Kapitalmarkt eine zentrale Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung hat. Ein effizienter Kapitalmarkt bewirkt eine Verteilungsgerechtigkeit, indem er das Kapital systematisch zu den Projekten lenkt, die aus wohlfahrtsökonomischer Sicht den größten Mehrwert für die Gesellschaft haben.³ Suboptimale Anlageentscheidungen können außerdem zu einem Vertrauensverlust der Anleger führen. Das gilt insbesondere für den Fall, dass die in Aussicht gestellte Rendite aufgrund einer fehlerhaften Preisbildung das Risiko der Investition nicht korrekt widerspiegelt.⁴ Wenn Anleger erhebliche Verluste erleiden und ihr Vertrauen in die Integrität des Marktes erschüttert ist, werden sie sich vom Markt zurückziehen. Dadurch wird die Liquidität des Kapitalmarktes beeinträchtigt. Vermögensverluste der Anleger sind auch deshalb aus volkswirtschaftlicher Sicht

3 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 64 mit weiteren Beispielen zu den sozialen Kosten ungenauer Preise; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 113; siehe auch *Kahan*, Duke L. J. 41 (1992), 977.

4 *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 113.

schädlich, weil Investitionen am Kapitalmarkt der Vermögensbildung zur Altersvorsorge dienen.⁵

Wenn der Regulierer Marktfunktionschutz durch eine Förderung der Rationalität von Anlageentscheidungen bewirkt, schützt er dadurch (zumindest als Reflex) auch den einzelnen Anleger vor seinem eigenen, vermögensschädigenden Verhalten. Eine Regulierung unter Berücksichtigung von Erkenntnissen der *Behavioral Finance* bewegt sich daher stets in dem Spannungsfeld zwischen Privatautonomie und Paternalismus. Normative Grenze der Regulierung ist die Verfassung, insbesondere die allgemeine Handlungsfreiheit aus Art. 2 Abs. 1 GG. Denn auch am deutschen Kapitalmarkt besteht das Recht der Anleger, „einen Narren aus sich zu machen“.⁶ Aufgabe dieser Arbeit ist daher außerdem, aufzuzeigen, wie ein eigenverantwortliches Handeln der Anleger trotz signifikanter, systematischer Rationalitätsdefizite ermöglicht werden kann.

Damit eine Regulierung das Verhalten der Marktakteure möglichst effektiv steuert, müssen die Rechtsnormen über ihre Geltungskraft hinaus auch tatsächlich befolgt werden. Von besonderer Bedeutung für die Steuerungskraft von Rechtsnormen ist die Persönlichkeitsstruktur der Normadressaten. Die klassische Methode zur Untersuchung der Steuerungskraft von Normen ist die ökonomische Analyse des Rechts. Sie legt das normative Verhaltensmodell eines rationalen, eigennutzmaximierenden Normadressaten zugrunde: den *Homo Oeconomicus*. Die Prognosefähigkeit der ökonomischen Analyse ist jedoch begrenzt, da der reale Normadressat gerade kein *Homo Oeconomicus* ist, sondern Rationalitätsdefiziten unterliegt. Um die Steuerungskraft der Regulierung zu verbessern, müssen daher die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* einbezogen werden. Während die Absatzförderung auf Anbieterseite verhaltensökonomische Erkenntnisse seit geraumer Zeit nutzt, um die Kaufentscheidung der Konsumenten durch Persuasion zu steuern, hinkt der staatliche Regulierer hinterher. Der gebotene Einfluss der *Behavioral Finance* auf die Regulierungstheorie ist bisher kaum zu beobachten.⁷

5 Burn/Greene, *Capital Markets Law Journal* 2016, 340, 346 f.

6 Loss, *ZHR* 129 (1967), 197, 208.

7 Auf europäischer Gesetzgebungsebene sei aber auf drei Konferenzen hingewiesen, die sich mit Verhaltensökonomie und Regulierung auseinandersetzen: *How Can Behavioural Economics Improve Policies Affecting Consumers?* (28.11.2008), *Behavioural Economics, So What: Should Policy-Makers Care?*

B. Untersuchungsgegenstand und Methode

Untersuchungsgegenstand sind die durch das KASG eingeführten und geänderten Vorgaben im VermAnlG und WpHG, soweit sie den Vertrieb von Finanzprodukten betreffen.⁸ Außer Betracht bleiben daher etwa die Veröffentlichungspflichten nach Beendigung des öffentlichen Angebots aus § 11a VermAnlG⁹ und die Vorgaben zu Rechnungslegung und Prüfung der §§ 23 ff. VermAnlG. Aus dem WpHG sind nur die Produktintervention aus § 4b WpHG und die Produktgovernance nach § 33 Abs. 3b bis 3d WpHG von Bedeutung. Im Fokus der Arbeit stehen Kleinanleger, die im außerbörslichen Handel Anlageentscheidungen eigenständig ohne Anlageberater treffen.

Die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* werden insoweit berücksichtigt, als sie aufgrund der Reproduzierbarkeit von Ergebnissen gesicherter Stand der Forschung sind. Die Darstellung und Analyse beschränkt sich dabei auf diejenigen Heuristiken, die besonderen Einfluss auf die Anlageentscheidung haben. Da das KASG zwingendes Recht betrifft, wird die Verhaltenssteuerung durch dispositives Recht nur am Rande eine Rolle spielen.¹⁰ Die Selbstregulierung der Wirtschaft ist nicht Gegenstand dieser Arbeit.¹¹ Kein zielführender Maßstab für die Bewertung des KASG folgt aus der positiven Regulierungstheorie,¹² die nicht nach der Berechtigung von Regulierung, sondern nach der Art und Weise ihrer Entstehung fragt.

(22.11.2010) und *Applying Behavioural Insights to Policy-Making: Results, Promises and Limitations* (30.09.2013).

- 8 Soweit nicht anders gekennzeichnet, beziehen sich Normangaben auf die Fassung der Änderung durch das KASG.
- 9 Dazu etwa Casper, ZBB 2015, 265, 270.
- 10 Zum dispositiven Recht als Regulierungsinstrument Binder, Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien im Kapitalgesellschaftsrecht, 2012, S. 63 ff.; Bachmann, JZ 2008, 11 ff.
- 11 Siehe Damrau, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003; Zulauf, in: Jung/Schwarze (Hrsg.), Finanzmarktregulierung in der Krise, 2014, S. 83.
- 12 Näher Stigler, 2 The Bell Journal of Economics and Management Science, 3, 4 ff. (1971); Müller/Vogelsang, Staatliche Regulierung, 1979, S. 101 f.; Ogun, Regulation, 1994, S. 57 f.; Klaus, Deregulierung der netzbasierten Infrastruktur, 2009 Rn. 161; Picot, in: Picot/Schenck (Hrsg.), Ökonomie der Regulierung, 2010, S. 3, 17 ff.; Weber, The Law and Economics of Enforcing European Consumer Law, 2014, S. 18.

Relevant wird hingegen die normative Regulierungstheorie,¹³ die einen Regulierungsbedarf immer dann annimmt, wenn ein Marktversagen droht. Aus dem breiten Repertoire an Analyseinstrumenten der Rechtsökonomik wird in dieser Arbeit die Normdurchsetzung durch abschreckende Wirkung im Vordergrund stehen.

C. Gang der Untersuchung

In einem Grundlagenteil wird zunächst das Bild des Menschen im deutschen Kapitalmarktrecht nachgezeichnet. Das kapitalmarktrechtliche Informationsmodell basiert auf einem Homo Oeconomicus. Anhand einer exemplarischen Auswahl von systematischen Rationalitätsdefiziten wird sodann aufgezeigt, in wieweit das Anlageverhalten realer Anleger von dem Anlageverhalten eines fiktiven Homo Oeconomicus abweicht. Das führt zu der rechtspolitischen Frage, wer „der“ Kleinanleger ist, den das Kapitalmarktrecht *de lege ferenda* als normatives Anlegerleitbild zugrunde legen sollte.

Ein besonderer Fokus im Rahmen der regulierungstheoretischen Grundlagen liegt auf der Bestimmung des Regulierungsbegriffs, der inter- und intradisziplinär uneinheitlich ist. Eine präzise Begriffsbestimmung ist für eine Analyse der Regulierungsstrategie des KASG unerlässlich. Im Anschluss an die terminologische Eingrenzung erfolgt die Darstellung der Verhaltenssteuerung durch zwingende Rechtsnormen unter Einbeziehung der rechtsökonomischen Perspektive.

Der zweite Teil verknüpft die Erkenntnisse des Grundlagenteils zu einer Regulierungsstrategie, die eine Förderung von rationalen Anlageentscheidungen unter Berücksichtigung verhaltensökonomischer Erkenntnisse ermöglicht. Um einen angemessenen Ausgleich von gebotener Marktfunktionen- und Anlegerschutz auf der einen Seite und dem Recht der Anleger zu unvernünftigen Entscheidungen auf der anderen Seite zu gewährleisten, wird dazu ein Drei-Stufen-Modell von Regulierungsmaßnahmen entwickelt.

13 Siehe etwa *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, 3. Aufl. (2008), S. 11 ff.; *Müller/Vogelsang*, Staatliche Regulierung, 1979, S. 345 ff.; *Schorkopf*, JZ 2008, 20, 21; *Weigel*, Rechtsökonomik, 2003, S. 97 f.; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 3.

Die Regulierungsstrategie des KASG zur Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten ist Gegenstand des dritten Teils. Nach einer kurzen systematischen Einordnung des Gesetzes erfolgt die Untersuchung der Regulierungsinstrumente aus verhaltensökonomischer Perspektive. Die Darstellung orientiert sich an den Regulierungsstufen des zweiten Teils und innerhalb dieser Stufen entlang der Vertriebsphasen. Nach einer Analyse der Normdurchsetzungsmechanismen des KASG aus regulierungstheoretischer Sicht können Aussagen zum Kleinanlegerleitbild des KASG getroffen werden. An die Bewertung der Regulierungsstrategie des KASG im Hinblick auf Regulierungsbedarf, Effektivität, Effizienz und normative Grenzen schließt sich ein Vorschlag für alternative Regulierungsinstrumente an.

§ 2 *Anlegerleitbilder: Das Bild des Menschen im Kapitalmarktrecht*

Im Verhältnis von Recht und Realität kann es nicht darum gehen, jeden wirklichen, einzelnen, empirisch-konkreten Menschen zu betrachten. Ein brauchbares Verhaltensmodell muss generalisieren. Es gilt: „*simplification is the price of analysis*“¹⁴ – doch liegt der Teufel hier, wie so oft, im Detail: Kontrovers diskutiert wird, wie weit zu abstrahieren ist, um ein leistungsfähiges und dennoch realistisches Verhaltensmodell zu entwickeln. Während das Kapitalmarktrecht traditionell den rationalen Homo Oeconomicus zugrunde legt, der durch eigennütziges Verhalten zu einer effizienten Kapitalallokation beiträgt, befindet sich – zumindest in der Literatur – die Verhaltensökonomik im Vordringen. Sie adaptiert systematische Verhaltensanomalien, die sich nicht mit dem Modell des Homo Oeconomicus erklären lassen und versucht so, auf Kosten der Abstraktion ein realistischeres Menschenbild zu zeichnen. Die Vorstellung von der Figur des Anlegers, die sich der Gesetzgeber zu eigen macht, wird von diesen Modellen wesentlich bestimmt und fließt in die der Rechtsetzung zugrundeliegenden Anlegerleitbilder ein.

14 Weigel, Rechtsökonomik, 2003, S. 47; monografisch Kerscher, Homo Oeconomicus und Menschenbild, 2013.

A. Der Homo Oeconomicus

I. Das rationale Individuum

Die Rechtswissenschaft hat kein eigenes Modell entwickelt, welches das menschliche Verhalten beschreibt. Die Figur des Homo Oeconomicus entspringt der Feder der neoklassischen Ökonomie. Es handelt sich um ein Verhaltensmodell mit dessen Hilfe das Entscheidungsverhalten des Einzelnen untersucht und vorhergesagt wird. Gleichzeitig hat das Modell auch eine normative Funktion: Sie zeigt, wie effiziente Märkte idealerweise aussehen und wo ihre Defizite liegen, die mit Hilfe von staatlichem Einschreiten auszugleichen sind.¹⁵ Der Homo Oeconomicus ist aber nicht nur ein Verhaltensmodell. Er impliziert gleichzeitig ein anthropologisches (fragmentarisches) Menschenbild, das das Wesen des Menschen zeigt.¹⁶

Zentrale Annahme ist, dass der Einzelne in einer Situation der Knappheit unabhängig von Stimmung, Gefühlen und Trieben rational und eigenständig handelt. Seine Entscheidung wird von stabilen, vollständigen und kohärenten Präferenzen¹⁷ geleitet und durch Restriktionen wie Einkommen, Preis, die zu erwartenden Reaktionen anderer und die rechtlichen Rahmenbedingungen begrenzt. Der Homo Oeconomicus betrachtet alle Handlungsmöglichkeiten, wägt Vor- und Nachteile jeder Option ab und entscheidet sich dann für die Handlung, die seine eigenen Präferenzen am besten widerspiegelt.¹⁸ Er agiert dabei stets unter Unsicherheit, da niemand sämtliche Konsequenzen seines Handelns bis ins letzte Detail überblicken, berechnen und vorhersehen kann. Das gilt insbesondere dann, wenn Entscheidungen – wie es regelmäßig der Fall ist – unter Zeitdruck getroffen werden müssen. Die nutzenmaximierende Handlung kann daher

15 Spindler, 34 *Journal of Consumer Policy*, 315, 325 f. (2011).

16 Dietz, *Der Homo oeconomicus*, 2005, S. 57 f.

17 Dietz, *Der Homo oeconomicus*, 2005, S. 74 ff.; Eidenmüller, *JZ* 2005, 216, 217; zusammenfassend *Tversky/Kahneman*, 59 *J. Bus.*, 251, 252 ff. (1986).

18 Dietz, *Der Homo oeconomicus*, 2005, S. 59; Kirchgässner, *Homo oeconomicus*, 4. Aufl. (2013), S. 12 ff.; Radbruch, *Der Mensch im Recht*, 1927, S. 8 ff.; Eidenmüller, *JZ* 2005, 216, 217 f. Zu den zahlreichen Nuancen dieses Modells ausführlich *Korobkin/Ulen*, 88 *Cal. L. Rev.*, 1051, 1061 ff. (2000); *Klöhn*, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 81 ff.; Kirchgässner, *Homo oeconomicus*, 4. Aufl. (2013), S. 17.

auch darin liegen, erst weitere Informationen über zusätzliche Handlungsmöglichkeiten oder zu erwartende Nachteile einer bestimmten Handlung einzuholen.¹⁹ Aufgrund von Rationalität und Eigenverantwortung der Bürger ist der Staat der Aufklärung anders als noch der Polizeistaat des 18. Jahrhunderts nicht mehr der „natürliche Vormund seiner Untertanen“²⁰, die zu ihrem eigenen Schutz auch gegen ihren Willen mit Pflichten belegt werden müssen.²¹

Die Interessen Dritter berücksichtigt der Homo Oeconomicus nur soweit, wie sie seine Handlungsfelder betreffen.²² Dieses Eigennutzaxiom wirkt sich auch auf die Gesetzgebung aus. Ein Eingreifen des Staates wird nur dort erforderlich, wo das erwünschte Verhalten nicht dem egoistischen Verhalten entspricht.²³ Ein berühmtes Beispiel für die Frage, wann egoistisches Verhalten auch dem erwünschten entspricht, so dass staatliche Intervention nicht geboten (und damit in den Augen der Nationalökonomie auch verboten) ist, ist die von *Adam Smith* visionierte unsichtbare Hand²⁴.

Bedeutung erlangt das Verhalten des Individuums für die Ökonomie aber erst, wenn es zu größeren Gruppen aggregiert wird. Maßgeblich ist das „typische“ Verhalten von Konsumenten, Unternehmern oder Wählern. Aus dem individuellen Kalkül können dann Makrophänomene abgeleitet

19 *Kirchgässner*, *Homo oeconomicus*, 4. Aufl. (2013), S. 17. Es handelt sich dabei um die Kernaussage der sog. *Expected Utility Theory* oder auch Erwartungsnutzentheorie, näher *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 85 f.; *Akert/Deaves*, *Behavioral Finance*, 2010, S. 6 ff., beide mwN.

20 So noch § 5 der Fürstlich Badischen Kammer-Ordnung von 1766, abgedruckt in *Schlettwein*, *Archiv für den Menschen und Bürger in allen Verhältnissen*, 1780, S. 91; vgl. auch *Moser*, *Patriotisches Archiv für Deutschland*, 1786, S. 527.

21 Vgl. *Radbruch*, *Der Mensch im Recht*, 1927, S. 7 ff.

22 *Kirchgässner*, *Homo oeconomicus*, 4. Aufl. (2013), S. 16 f.

23 Vgl. auch unten § 3 B. I. 2. a).

24 *Smith*, *Untersuchung über Wesen und Ursachen des Reichtums der Völker*, 2012, S. 467 [3. Buch IV.ii]: „[...] und wenn er diese Erwerbstätigkeit so ausgerichtet, daß die größte Wertschöpfung erfolgt, denkt er nur an seinen eigenen Vorteil, und dabei wird er, wie in vielen anderen Fällen auch, von einer unsichtbaren Hand geleitet, einem Zweck zu dienen, der nicht in seiner Absicht lag.“

werden.²⁵ Am Kapitalmarkt lassen sich so verschiedene Anlegertypen differenzieren. Die Aggregation des Verhaltens individueller Anleger zu Anlegertypen wird als Anlegerleitbild bezeichnet. Das Verhalten privater (Klein-) Anleger unterscheidet sich beispielsweise von institutionellen Anlegern. Ein Grund dafür ist, dass Private regelmäßig über einen geringeren Wissensstand verfügen und so mehr Informationen beschaffen müssen, bevor sie eine Entscheidung treffen können, die auf einem angemessenen Maß an Kenntnis beruht.

II. Das kapitalmarktrechtliche Informationsmodell

Der Schwerpunkt traditioneller gesetzlicher Verhaltenspflichten am Kapitalmarkt zielt auf einen Ausgleich von Informationsasymmetrien durch Information der (potenziellen) Anleger.²⁶ *Loss* und *Seligman* formulieren prägnant:

“Then, too, there is the recurrent theme [...] of disclosure, again disclosure, and still more disclosure. Substantive regulation has its limits. But ‘[t]he truth shall set your free.’²⁷

25 *Kirchgässner*, *Homo oeconomicus*, 4. Aufl. (2013), S. 22 f. Grundlage ist aber weiter das individuelle Verhalten. Es handelt sich um einen sog. „methodologischen Individualismus“, vgl. auch noch unten § 3 B. I. 3. a).

26 Ausführlich *Hacker*, *Verhaltensökonomik und Normativität*, 2017, S. 395 ff. Für das europäische Kapitalmarktrecht siehe nur *Veil* in: *Veil/Brinckmann*, *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 2 Rn. 12 f.; zum Anlegerschutz durch Information bereits *Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 1975, S. 305 ff.; zu US-amerikanischen Ursprüngen des Informations-Paradigmas *Klöhn*, *ZHR* 177 (2013), 349, 350 ff.; in Deutschland finden sich als Offenlegungsvorschriften am Kapitalmarkt z.B. die Prospektpflichten in § 3 Abs. 4 WpPG, § 6 VermAnlG, §§ 164, 268 Abs. 1, 298 Abs. 1 Nr. 3, 299 KAGB, die Informationspflichten aus § 307 KAGB, das Vermögensanlagen-Informationsblatt des § 13 VermAnlG, die Verhaltenspflichten des § 31 WpHG oder die Finanzberichtsspflichten der §§ 37v ff. WpHG sowie die durch europäische Rechtsakte ersetzten §§ 14 f. WpHG aF (Insiderhandelsverbot, ad-hoc Publizität). Zu weiteren Dimensionen des Anlegerschutzes *Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 1975, S. 337 ff.; zur Auswahl der entscheidungsrelevanten Informationen *Milbert*, *ZHR* 177 (2013), 160, 184 ff.

27 *Loss/Seligman*, *Fundamentals of securities regulation*, 5. Aufl. (2004), S. 8.

Die zentrale Stellung der Informationspflichten ist Ausdruck des kapitalmarktrechtlichen Informationsmodells, welches auf dem Homo Oeconomicus basiert.²⁸ Da der Anleger eigenständig, rational und eigennutzmaximierend – so die Modellannahme – handelt, kann er bei einer ausreichenden Informationslage privatautonome Investitionsentscheidungen treffen. Gleichzeitig erkennt er, wenn er nicht über hinreichende kursrelevante Tatsachen für eine informierte Anlageentscheidung verfügt. Aufgrund seiner Rationalität ist der Anleger dann auch gefestigt genug, um sich in dieser Situation keinen Vertragsschluss aufdrängen zu lassen.²⁹

Ein rational und umsichtig handelnder Anleger preist die Risiken der Anlage in seine Kaufentscheidung ein.³⁰ Erhält er neue Informationen, so verändert sich seine Wahrscheinlichkeitseinschätzung, was seine Investitions- bzw. Deinvestitionsentscheidung beeinflusst.³¹ Da er in der Lage ist, Informationen rational zu verarbeiten, entsteht so ein effizienter Kapitalmarkt, an dem die Preise für Finanzprodukte auch ihrem tatsächlichen Wert³² entsprechen. Dadurch wird eine optimale Allokation des Kapitals erreicht.³³ Diese These von einem effizienten Kapitalmarkt³⁴ (*Efficient Capital Markets Hypothesis*, ECMH) setzt aber voraus, dass der Anleger

28 *Buck-Heeb*, WM 2014, 385; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 264 f.; *Hanks/Romano/Tonelli*, ECL 2014, 237, 241; *Heminway*, 38 Vt. Law Rev., 828, 844 (2014); *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 184 ff.; *Spindler*, 34 Journal of Consumer Policy, 315, 318 ff. (2011).

29 *Koch*, BKR 2012, 485, 485; *Paredes*, 81 Wash. U. L. Rev., 417, 418 (2003).

30 *Cunningham*, 59 Wash. & Lee L. Rev., 767, 772 ff. (2002); *Stout*, 68 Brook. L. Rev., 407, 411 (2002).

31 Zu diesem nach *Thomas Bayes* benannten Theorem vgl. etwa *Daxhammer/Facsar*, Behavioral Finance, 2012, S. 32 ff.

32 Die theoretische Grundlage für das Verhältnis von Risiko und Rendite ist das sog. *capital asset pricing model*. Grundlegend *Sharpe*, J. Fin. 19 (1964), 425; näher *Ackert/Deaves*, Behavioral Finance, 2010, S. 26 ff.

33 *Ackert/Deaves*, Behavioral Finance, 2010, S. 29.

34 Die Effizienz des Kapitalmarktes beruht neben der Rationalität der Anleger auf grenzenloser Arbitrage. Grundlegend *Fama*, 38 J. Bus., 34, 38 f. (1965); ausführlich *Fama*, 25 J. Fin., 383 (1970); *Fama*, J. Fin. 46 (1991), 1575; *Malkiel*, J. Econ. Persp. 17 (2003), 59. Aus dem deutschen Schrifttum siehe etwa *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl. (1996), S. 129 f.; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 59 ff.; *Daxhammer/Facsar*, Behavioral Finance, 2012, S. 35 ff. Zur damit eng verbundenen *fraud on the market theory* siehe nur *Klöhn*, AG 2014, 807 mwN.

über alle relevanten Informationen verfügt. Ein Eingreifen des Gesetzgebers wird daher immer dann erforderlich, wenn Informationsasymmetrien bestehen, oder wenn Fehlinformationen verbreitet werden, da diese der Informationseffizienz schaden. Dem wirkt der Gesetzgeber mit Offenlegungspflichten und Sanktionen für fehlerhafte Kapitalmarktinformation entgegen.³⁵

Der Schutz des individuellen Anlegers ist dabei lediglich ein Reflex und folgt aus dem Primat des Funktionenschutzes. Der einzelne Anleger wird in erster Linie nicht um seiner selbst willen geschützt, sondern, um die Effizienz und Liquidität der Kapitalmärkte zu gewährleisten, da eine Beeinträchtigung seiner Vermögensinteressen den rationalen Anleger zu einem Rückzug vom Markt veranlassen wird. Informationspflichten sind danach immer nur dann geboten, wenn sie der Kompensation *systematischer* Informationsasymmetrien dienen.³⁶ Offenlegungspflichten sind letztendlich also ein Mittel zur Erreichung des zentralen Zwecks des Kapitalmarktrechts – der Effizienz der Kapitalmärkte.³⁷

III. Die Grenzen des Verhaltensmodells

Trotz der enormen Durchschlagskraft, die dem Modell des Homo Oeconomicus zukam, wurde es von Anfang an auch kritisch betrachtet. Häufig wird die Leistungsfähigkeit von Verhaltensmodellen überschätzt, weil kein Modell das gesamte menschliche Verhalten in seiner vollen Komplexität umfassend abbilden kann. Es gibt Verhalten, dass von dem eines Homo Oeconomicus abweicht (sog. Verhaltensanomalien).³⁸

35 Vgl. *Bröcker* in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 17; *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 70; *Buck-Heeb*, WM 2014, 385; *Hanks/Romano/Tonelli*, ECL 2014, 237, 238. Diese Pflichten dienen daneben dem am Kapitalmarkt allgegenwärtigen Vertrauensschutz. Nur wenn Anleger in die Redlichkeit der Marktakteure vertrauen sind sie auch bereit zu investieren, ausführlich *Stout*, 68 Brook. L. Rev., 407, 410 f. (2002). Zur Verhaltenssteuerung durch zwingendes Recht ausführlich § 3 B.

36 Zur dienenden Funktion des Individualschutzes bereits *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 334 ff.; aus dem neueren Schrifttum *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 172 f.

37 Prägnant *Paredes*, 81 Wash. U. L. Rev., 417, 431 (2003).

38 *Kirchgässner*, Homo oeconomicus, 4. Aufl. (2013), S. 207 ff.

Die inhärente Grenze des kapitalmarktrechtlichen Informationsmodells zeigt sich im Fall von besonders großen Informationsgefällen zwischen dem zur Information verpflichteten und dem Anleger. Die Pflicht, den Anleger vollständig zu informieren, kann derart ausufern, dass sie sich für beide Seiten nicht mehr lohnt, weil der zeitliche und finanzielle Aufwand zu groß ist.³⁹ Sind beispielsweise die Anlageberater der Banken verpflichtet, ihren Kunden einen ihnen gleichwertigen Kenntnisstand zu verschaffen, so können Haftungsrisiken und prohibitive Kosten dazu führen, dass Berater ihre Beratung auf bestimmte (hauseigene) Produkte reduzieren und der beratungsfreie Vertrieb zunimmt. Der private Anleger würde dadurch nicht besser geschützt, sondern weniger beraten.⁴⁰ Sein mögliches Anlageuniversum schrumpft. In der Folge wären Störungen der Marktpreisbildung und der Marktliquidität zu befürchten.⁴¹ Im Übrigen vernachlässigt die ECMH aufgrund ihrer Unterkomplexität die Gefahr, dass ein Markt hohe (sog. toxische) Liquiditäten nicht vollständig aufnehmen kann.⁴²

B. Verhaltensökonomische Einflüsse

Extreme Informationsgefälle zeigen auch ein weiteres Problem des Modells vom Homo Oeconomicus. Um große Informationsvorsprünge auszugleichen, muss der schwächere Vertragspartner (am Kapitalmarkt also der Anleger) sehr umfassend informiert werden. Auf ihn prasselt eine Fülle an Informationen ein, die er nicht vollständig verarbeiten kann. Er ist überfordert und erleidet einen sog. *Information Overload*. Die schärfste Kritik am Modell des stets rationalen, eigennutzmaximierenden Menschen kommt daher von Seiten der Verhaltensforschung. Empirisch erwiesene, signifikante Verhaltensanomalien zeigen, dass das Konstrukt des Homo Oeconomicus teils erheblich von der Realität abweicht. Dadurch wird die

39 Grigoleit, ZHR 177 (2013), 264, 283 f.; Köndgen, BKR 2011, 283, 283 f.; Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 360 f.

40 Buck-Heeb, WM 2014, 385, 396 mit Blick auf BGHZ 189, 13, 25 f. Rn. 29 und 2. Leitsatz (CMS Spread Ladder Swap); dies., JZ 2017, 279; ähnlich kritisch Mülbert, ZHR 177 (2013), 160, 189: faktisches Produkt- und Vertriebsverbot.

41 Näher Mülbert, ZHR 177 (2013), 160, 201.

42 Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 361 mwN.