

Kerstin Peters

Die BGH-Rechtsprechung zur Anlageberatung im Lichte der Behavioral-Finance-Forschung



Nomos

C. H. Beck



**Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften
des Instituts für Bankrecht Köln**

Herausgegeben von
Professor Dr. Norbert Horn, Universität zu Köln
Professor Dr. Klaus Peter Berger, Universität zu Köln

Band 40

Kerstin Peters

Die BGH-Rechtsprechung zur Anlageberatung im Lichte der Behavioral-Finance-Forschung



Nomos

C. H. Beck



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

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6217-0 (Print)

ISBN 978-3-7489-0333-8 (ePDF)

Die Schriftenreihe ist bis Band 21 beim Verlag C. H. Beck, München, erschienen.

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Untersuchung wurde in den Jahren 2015 bis 2018 erarbeitet und von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln im Wintersemester 2018/2019 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Neuerscheinungen in der Literatur konnten noch bis Mitte August 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Klaus Peter Berger, LL.M., nicht zuletzt für seine Bereitschaft, sich auf einen interdisziplinären Ansatz und die Erkenntnisse der Behavioral-Finance-Forschung einzulassen. Danken möchte ich außerdem Herrn Dipl.-Kfm. Prof. Dr. iur. Christoph Thole für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern dieser Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit. Außerdem gebührt dem Verein zur Förderung des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln e.V. sowie der Klemens-Pleyer-Stiftung großer Dank für die Übernahme der Druckkosten. Zuletzt danke ich meiner Familie für ihre Unterstützung von der Themenfindung bis zur Veröffentlichung. Meiner Familie widme ich diese Arbeit.

August 2019

Kerstin Peters

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	21
A. Die Bond-Rechtsprechung des BGH zur Anlageberatung auf dem Prüfstand	21
B. Behavioral Finance: Irrationale Verhaltensweisen der Anleger als Herausforderung	23
C. Gang der Darstellung	26
§ 1 Rechtliche Einordnung der Bond-Rechtsprechung des BGH	28
A. Das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept	28
I. Informationsdefizite als Hindernis privatautonomer Entscheidungen	29
II. Schutz durch Informationspflichten	31
III. Grenzen des Informationsmodells	33
B. Die Bond-Rechtsprechung als Ausdruck des Informationsmodells	34
I. Definition der Anlageberatung durch die Rechtsprechung	35
II. Der Anlageberatungsvertrag als Rechtsgrundlage	36
1. Vertragsschluss	36
2. Kritik und alternative Rechtsgrundlage der Literatur	37
a) Ablehnung des konkludenten Vertragsschlusses	38
b) Das vorvertragliche Schuldverhältnis als Rechtsgrundlage	39
c) Stellungnahme	40
III. Pflichten der Anlageberater	42
1. Pflicht zur anlegergerechten Beratung	42
2. Pflicht zur objektgerechten Beratung	44
3. Pflicht zur Offenlegung eigener Verdiensteressen	46
IV. Der Schadensersatzanspruch bei Pflichtverletzung	48
V. Schutzzweck der Pflichten	50
VI. Zwischenergebnis	52

C. Der Einfluss aufsichtsrechtlicher Beratungspflichten	53
I. Aufsichtsrechtliche Definition der Anlageberatung	54
II. Aufsichtsrechtliche Pflichten der Anlageberater	54
1. Geeignetheitsprüfung	56
2. Informationspflichten	56
3. Behandlung von Zuwendungen	57
4. Besondere Pflichten bei der Unabhängigen Honorar-Anlageberatung	58
5. Schutzzweck der Pflichten	59
III. Zivilrechtliche Relevanz der aufsichtsrechtlichen Pflichten	61
1. Unmittelbare zivilrechtliche Geltung	61
2. Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht	62
3. Stellungnahme	64
D. Definition der Anlageberatung für diese Untersuchung	66
E. Zusammenfassung: Förderung einer eigenverantwortlichen Anlageentscheidung durch die Bond-Rechtsprechung	67
§ 2 Erkenntnisse der Behavioral Finance mit Relevanz für die Anlageberatung	69
A. Entwicklung und Einordnung der Behavioral-Finance-Forschung	69
B. Grundlegende Erkenntnis: Systematische Abweichungen vom Verhaltensmodell des homo oeconomicus	71
I. Das Modell des homo oeconomicus	72
II. Abweichungen durch irrationale Verhaltensweisen	74
1. Heuristiken	74
2. Einfluss psychologischer Grundbedürfnisse	75
a) Kontrollbedürfnis	76
b) Streben nach Dissonanzfreiheit	76
3. Die Neue Erwartungstheorie (Prospect Theory)	77
III. Systematisches Auftreten der Irrationalitäten	78
C. Einzelne Erkenntnisse mit Relevanz für das Anlegerverhalten in der Beratungssituation	79
I. Informationsaufnahme, -verarbeitung und Beurteilung der Anlage	79
1. Informationsüberlastung	80
2. Beeinflussung durch Art und Weise der Informationsdarstellung	82

3. Selektive Wahrnehmung und Affektheuristik	83
4. Verfügbarkeitsheuristik	84
5. Repräsentativitätsheuristik	85
6. Ankereffekt	87
II. Erwartungsbildung und Entscheidungsfindung	88
1. Selbstüberschätzung und Überoptimismus	88
2. Selektives Entscheiden	90
3. Reueaversion	90
4. Mentale Buchführung	91
5. Bedeutung der Neuen Erwartungstheorie	93
D. Gefahren für die Anlageberatung	95
I. Verzerrte Festlegung der Anlageziele	95
II. Begrenzte Fähigkeit zur kritischen Überprüfung empfohlener Anlagen	97
III. Erwerb einer unpassenden Anlage auf Grundlage der Empfehlung	100
E. Zusammenfassung: Behavioral Finance als Hinweis auf Erwerb unpassender Anlagen trotz Beratung	101
§ 3 Eignung der Behavioral Finance zur Berücksichtigung im Rahmen der Bond-Rechtsprechung	103
A. Grundsätzliche Eignung zur rechtlichen Berücksichtigung	103
I. Empirische Absicherung	103
II. Verallgemeinerungsfähigkeit	104
III. Theorie und normatives Konzept hinter den Erkenntnissen	105
IV. Ausgleich durch Lerneffekte und den Markt	107
V. Irrationales Verhalten in Gesetzgebung und Rechtsprechung	109
VI. Verfeinerung des Anlegerleitbildes	110
B. Art und Weise der rechtlichen Berücksichtigung	112
I. Produktverbote und -beschränkungen	112
II. Libertärer Paternalismus nach <i>Sunstein</i> und <i>Thaler</i>	114
1. Das Konzept des libertären Paternalismus	115
2. Anwendung des Konzeptes auf die Anlageberatungspflichten	117
3. Beurteilung mit Blick auf das Schutzkonzept der Bond- Rechtsprechung	118

III. Förderung rationaler Entscheidungen durch das Recht	120
1. Der Ansatz der Förderung rationaler Entscheidungen	120
2. Anwendung des Ansatzes auf die Anlageberatungspflichten	121
3. Beurteilung mit Blick auf das Schutzkonzept der Bond-Rechtsprechung	122
C. Zusammenfassung: Verfeinerung des Anlegerleitbildes und Förderung rationaler Anlageentscheidungen	125
§ 4 Behavioral-Finance-Analyse der Bond-Rechtsprechung	127
A. Schutzkonzept der Bond-Rechtsprechung und Behavioral-Finance-Risiken	127
B. Die Pflicht zur anlegergerechten Beratung	128
I. Funktion der Pflicht zur anlegergerechten Beratung und Behavioral-Finance-Risiken	129
II. Ermittlung der Anlageziele	130
1. Bedeutung der Behavioral Finance	130
2. Grundsatz der eigenverantwortlichen Bestimmung der Anlageziele	131
3. Art und Weise der Ermittlung der Anlageziele	132
a) Verwendung standardisierter Fragebögen	133
b) Ermittlung einer konkreten Verlustobergrenze	135
c) Auslegung von Anlagestrategien und Verwendung werbewirksamer Bezeichnungen	136
4. Umgang mit widersprüchlichen Angaben der Anleger	138
a) Anforderungen der Rechtsprechung	139
b) Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	140
5. Zusammenfassende Bewertung	142
III. Ermittlung und Berücksichtigung der Kenntnisse und Erfahrungen	143
1. Bedeutung der Behavioral Finance	144
2. Ermittlung der Kenntnisse und Erfahrungen	145
3. Rückschluss auf Risikoverständnis der Anleger	147
4. Berücksichtigung unzureichender Kenntnisse und Erfahrungen	148
a) Anforderungen der Rechtsprechung	148
b) Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	150

5. Zusammenfassende Bewertung	152
IV. Ermittlung und Berücksichtigung der finanziellen Verhältnisse	153
1. Bedeutung der Behavioral Finance	153
2. Anerkennung der finanziellen Verhältnisse als Kriterium der anlegergerechten Beratung	154
3. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	156
a) Rechtsprechung des BGH	156
b) Ansatz der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung	157
4. Zusammenfassende Bewertung	159
V. Auswahl und Empfehlung einer geeigneten Anlage	160
1. Bedeutung der Behavioral Finance	160
2. Bewertung und Auswahl der zu empfehlenden Anlage	161
a) Anforderungen an die Bewertung der Anlagen	162
b) Anforderungen an die Auswahl der Anlagen	163
3. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	164
4. Zusammenfassende Bewertung	167
VI. Zwischenergebnis	168
C. Die Pflicht zur objektgerechten Beratung	170
I. Funktion der Pflicht zur objektgerechten Beratung und Behavioral-Finance-Risiken	171
II. Umfang der Pflicht zur objektgerechten Beratung	172
1. Bedeutung der Behavioral Finance	173
2. Grundsatz der Aufklärung über wesentliche Risiken	173
3. Aufklärungsbedürfnis der Anleger	174
4. Konkretisierung des Aufklärungsumfangs im Einzelfall	175
a) Spezielle Risiken der Anlage	176
aa) Schuldverschreibungen	176
bb) Aktien	178
cc) Fondsanteile	178
dd) Swap-Verträge	180
b) Allgemeine Risiken	181
5. Beurteilung des Aufklärungsumfangs aus Behavioral-Finance-Sicht	182
6. Zusammenfassende Bewertung	185
III. Art und Weise der Aufklärung	187
1. Bedeutung der Behavioral Finance	187

2. Aufklärung durch Übergabe des Wertpapierprospekts	188
a) Anforderungen der Rechtsprechung	189
b) Bewertung aus Behavioral-Finance-Sicht	190
3. Aufklärung mittels allgemeinen schriftlichen Informationsmaterials (Basisinformationen)	192
4. Aufklärung bei gewerblicher Vermittlung von Termingeschäften	193
a) Zwingend schriftliche Aufklärung	194
b) Verständliche Risikodarstellung in schriftlichem Informationsmaterial	195
5. Besondere Anforderungen aus der Swap-Rechtsprechung des BGH	198
a) Darstellung des Risikos als real und ruinös	198
b) Herbeiführung eines Verständniserfolgs	199
6. Zusammenfassende Bewertung	201
IV. Zwischenergebnis	203
D. Die Pflicht zur Offenlegung der Verdienstinteressen der Berater	204
I. Funktion der Offenlegungspflicht und Behavioral-Finance-Risiken	206
II. Ausgestaltung der Offenlegungspflicht durch die Rechtsprechung	207
1. Umfang der Offenlegungspflicht im Dreipersonenverhältnis	207
2. Umfang der Offenlegungspflicht im Zweipersonenverhältnis	209
3. Art und Weise der Offenlegung	210
III. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	211
IV. Zwischenergebnis	215
E. Stellenwert der einzelnen Pflichten im Konzept der Bond-Rechtsprechung	216
F. Eignung des Informationsmodells als Anlegerschutzkonzept	219
G. Zusammenfassung: Unzureichende Orientierung der Bond-Rechtsprechung am tatsächlichen Anlegerverhalten	221

§ 5 Verbesserungsvorschläge auf Grundlage der Behavioral-Finance-Analyse	224
A. Anpassung der Pflicht zur anlegergerechten Beratung	224
I. Ermittlung der Anlageziele	225
1. Verwendung standardisierter Fragebögen und Anlegertests	226
2. Verbot werbewirksamer Bezeichnungen und Erläuterungspflicht	227
3. Ermittlung einer konkreten Verlustobergrenze	228
4. Hinweispflicht bei widersprüchlichen Angaben	229
II. Ermittlung und Berücksichtigung der Kenntnisse und Erfahrungen	231
1. Ermittlung der Kenntnisse, Erfahrungen und des Risikoverständnisses	231
2. Berücksichtigung unzureichender Kenntnisse und Erfahrungen	233
a) Hinweispflicht	233
b) Empfehlungsverbot	233
III. Ermittlung und Berücksichtigung der finanziellen Verhältnisse	236
1. Ermittlung der finanziellen Verhältnisse und Hinweispflicht	237
2. Empfehlungsverbot bei Widersprüchen	239
IV. Auswahl und Empfehlung einer geeigneten Anlage	241
1. Schutz vor Missbrauch des Beurteilungsspielraums	242
2. Hinweis auf portfolioorientierte Beratung	243
V. Verbleibende Risiken	244
VI. Zwischenergebnis	244
B. Anpassung der Pflicht zur objektgerechten Beratung	247
I. Kürzung des Aufklärungsumfangs	247
1. Begrenzung durch die individuelle Informationsaufnahmefähigkeit	248
2. Erhöhung der Anforderungen an die Wesentlichkeit eines Risikos	249
II. Inhaltliche Anpassung der Aufklärungspflicht	252
1. Punktuelle Erweiterung um Risiken aus irrationalem Verhalten	252
2. Pflicht zur allgemeinen Aufklärung über die Erkenntnisse der Behavioral Finance	254

III. Art und Weise der Aufklärung	255
1. Verständlichkeit der Aufklärung	255
2. Übernahme der Vorgaben für gewerbliche Vermittler von Termingeschäften	257
3. Übergabe des Wertpapierprospekts und allgemeiner Basisinformationen	259
IV. Verbleibende Risiken	260
V. Zwischenergebnis	261
C. Anpassung der Pflicht zur Offenlegung der Verdienstinteressen der Berater	263
I. Offenlegung als Hinweis auf Interessenkonflikte der Berater	263
II. Offenlegung zur Vermeidung von Fehlvorstellungen über Werthaltigkeit und Rentabilität der Anlage	266
III. Zwischenergebnis	267
D. Verbesserte Schwerpunktsetzung der Rechtsprechung und Anpassung des Informationsmodells	268
E. Umsetzung der Verbesserungsvorschläge	271
F. Ausblick auf weitere Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes	275
G. Zusammenfassung: Beibehaltung und Anpassung des Schutzkonzepts der Bond-Rechtsprechung	278
Fazit	281
Literaturverzeichnis	289

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
Abl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
a.F.	alte(r) Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
allg.	allgemein
American Econ. Rev.	American Economic Review
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR	Bankrecht
BankR-Hdb.	Bankrechts-Handbuch
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT	Besonderer Teil
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Amtliche Sammlung)

Abkürzungsverzeichnis

bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CMS	Constant Maturity Swap
Cognitive Psychol.	Cognitive Psychology (Zeitschrift)
Del. VO	Delegierte Verordnung
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/n
DIW	Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
engl.	englisch
entspr.	entsprechende
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
Europ.	Europäische/r/s
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f./ff.	folgend/folgende
F. Supp.	Federal Supplement (US-amerikanische Rechtsprechungssammlung)
2. FiMaNoG	Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz)
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GewO	Gewerbeordnung

GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
grds.	grundsätzlich
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HKLJ	Hong Kong Law Journal
Hrsg.	Herausgeber
Inc.	Incorporated, zur Kennzeichnung US-amerikanischer Unternehmen in Form einer Corporation (Kapitalgesellschaft)
insbes.	insbesondere
InvG	Investmentgesetz
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Banking & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Con. Policy	Journal of Consumer Policy
J. Con. Psych.	Journal of Consumer Psychology
J. Con. Research	Journal of Consumer Research
J. Econ. Perspectives	The Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Personality & Social Psych.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Risk & Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
J. Social Behavior & Personality	Journal of Social Behavior and Personality
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KapitalmarktR	Kapitalmarktrecht
KG	Kammergericht
KK	Kölner Kommentar

Abkürzungsverzeichnis

KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	<i>littera</i> (Buchstabe)
MaComp	BaFin Rundschreiben 05/2018 – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
MüKo	Münchener Kommentar
n.F.	neue Fassung
NJ	Neue Justiz (Zeitschrift)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungsreport Zivilrecht
Northwestern Univ. L. Rev.	Northwestern University Law Review
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OLGR	OLG-Report

OTC-Markt	Over the Counter (außerbörslicher) Markt
Psych. Rev.	Psychological Review
Q. J. Econ.	The Quaterly Journal of Economics
RiL	Richtlinie
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer
S.	Satz/Seite
sog.	sogenannte/r/s
Stanford L. Rev.	Stanford Law Review
u.a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Univ. Chicago L. Rev.	The University of Chicago Law Review
Univ. Pennsylvania L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S. District Court, E.D. Pa.	United States District Court for the Eastern District of Pennsylvania
v.	von/vom
Vanderbilt L. Rev.	Vanderbilt Law Review
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
vs.	versus
Washington Univ. L. Rev.	Washington University Law Review
William & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und -Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Abkürzungsverzeichnis

z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Einleitung

A. Die Bond-Rechtsprechung des BGH zur Anlageberatung auf dem Prüfstand

Entscheidungen über den Erwerb von Kapitalanlagen gehören für viele Menschen zu den schwierigsten (wirtschaftlichen) Entscheidungen. Grund dafür ist, dass Kapitalanlagen abstrakte Produkte sind, die auf unterschiedlichste Art und Weise ausgestaltet sein können und zum Teil erhebliche Risiken beinhalten. Dabei steigen Anzahl und Komplexität der verfügbaren Anlagen immer weiter an.¹ Außerdem nehmen zunehmend Privatpersonen ohne entsprechende Vorkenntnisse oder Erfahrungen am Kapitalmarkt teil, hauptsächlich, um eine Altersvorsorge aufzubauen.² Deswegen haben potenzielle Anleger oft Schwierigkeiten, sich einen Überblick über die zur Auswahl stehenden Anlagen zu verschaffen, deren Risiken zu verstehen und ein für sie geeignetes Produkt auszuwählen.³ So nehmen sie häufig Hilfe bei der Entscheidungsfindung in Form einer Anlageberatung in Anspruch, um vom Fachwissen der Berater profitieren und zeitnah eine passende Anlage erwerben zu können.⁴

Eine Anlageberatung birgt jedoch die Gefahr, dass Berater die Interessen und Vorstellungen der Anleger nicht ausreichend berücksichtigen, die Anleger dies nicht erkennen und einer mangelhaften Anlageempfehlung folgen. Diese Gefahr ist nicht zu unterschätzen, da Berater regelmäßig eigene wirtschaftliche (Provisions-)Interessen an der Empfehlung bestimmter An-

1 Vgl. *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279, 284; *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 3; *Koblert/Oehler*, DIW 78 (2009), 81; vgl. auch Erwägungsgrund 70 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, Abl. EU Nr. L 173, 2014, S. 349 (MiFID II).

2 *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279, 283; *dies.*, ZHR 176 (2012), 66, 67; *dies.*, WM (2014), 385, 387 („Anleger aus sämtlichen Bevölkerungsschichten“); *Gewiese*, Individueller Anlegerschutz, S. 3; *Nobbe/Zahrte*, in: MüKo-HGB, Anlageberatung Rn. 1.

3 So auch OLG Köln BeckRS 2015, 7002 Rn. 19; *Chater/Huck/Inderst*, Consumer Decision-Making, S. 252.

4 Nach einer bei *Chater/Huck/Inderst*, Consumer Decision-Making, S. 131 ff., 164 beschriebenen Studie aus dem Jahr 2010 werden knapp 60% der Anlageentscheidungen von Kleinanlegern in der EU durch Berater beeinflusst.

lagen haben, die nicht mit denen der Anleger übereinstimmen müssen.⁵ Zum Schutz der Anleger unterliegen die Berater zivilrechtlichen Pflichten, die eine Mindestqualität der Beratung sicherstellen sollen und bei deren Verletzung sie sich schadensersatzpflichtig machen.

Diese Pflichten ergeben sich mangels gesetzlicher Vorgaben aus der Bond-Rechtsprechung des BGH, einer Rechtsprechungslinie, die auf das sogenannte Bond-Urteil des BGH vom 6.7.1993 zurückgeht.⁶ In diesem Urteil stellte der BGH Grundsätze zum (konkludenten) Abschluss eines Anlageberatungsvertrags auf und konkretisierte die sich daraus ergebende Pflicht zu einer anleger- und objektgerechten Beratung. Demnach darf ein Berater nur Anlagen empfehlen, die auf die persönlichen Verhältnisse des Anlegers zugeschnitten sind (anlegergerechte Beratung), und ist verpflichtet, diesen über alle Umstände der Anlage zu informieren, die für die Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können (objektgerechte Beratung).⁷ Diese Pflichten gelten bis heute fort und wurden durch zahlreiche anschließende Entscheidungen im Detail weiter ausgestaltet und entwickelt.⁸ Im Jahr 2006 begann der BGH damit, zusätzliche Offenlegungspflichten hinsichtlich eigener Vergütungs- und Gewinninteressen der Berater herauszuarbeiten,⁹ die seitdem im Fokus von Rechtsprechung und Literatur stehen.¹⁰

Die Pflichten aus der Bond-Rechtsprechung sollen gewährleisten, dass die Anlageberatung auch unerfahrenen Anlegern eigenverantwortliche und selbstbestimmte Anlageentscheidungen ermöglicht.¹¹ Außerdem ord-

5 Vgl. *Koblert*, Anlageberatung und Qualität, S. 225; *Koller*, ZBB 2011, 361, 373; *Lerch*, Finanzintermediäre, S. 105 f., 327 f.; *Oehler/Koblert*, 32 J. Con. Policy (2009), 91, 94 f.; Finanztest, Heft 2/ 2016, S. 32.

6 BGHZ 123, 126 ff.; zusammenfassend *Buck-Heeb*, NJW 2017, 3088. Die Bezeichnung „Bond“ stammt daher, dass dem Urteil eine Beratung über den Erwerb einer Anleihe (engl. „bond“) einer australischen Bond-Finance Ltd. zugrunde liegt.

7 BGHZ 123, 126, 129 (Bond).

8 Vgl. nur BGHZ 178, 149 ff.; 189, 13 ff.; 191, 119 ff.; BGH NJW 2019, 1137 Rn. 9.

9 BGHZ 170, 226 Rn. 22 ff. und im Anschluss daran BGHZ 189, 13 Rn. 31 ff.; 201, 310 Rn. 31 ff.; BGH WM 2011, 640 Rn. 22; NJW 2013, 3574 Rn. 22 ff.; WM 2016, 827 Rn. 17; 2017, 2191 Rn. 12; NJW 2019, 1137 Rn. 10 ff.

10 Vgl. *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 218 f.; *Grundmann*, WM 2012, 1745; *Müller-Christmann*, Bankrechtstag 2012, S. 1, 5; monographisch werden die Offenlegungspflichten unter anderem von *Lerch*, Finanzintermediäre, untersucht.

11 *Buck-Heeb*, WM (2014), 385; *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 55; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 190; *Nobbe/Zabrte*, in: MüKo-HGB, Anlageberatung Rn. 145; *Zimmer*, JZ 2014, 714, 718; vgl. auch *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 211.

nen sie den entstandenen Schaden zu, sollte sich das Risiko einer empfohlenen Anlage später verwirklicht haben. Dabei gilt der Grundsatz, dass Anleger mit dem Erwerb einer Anlage auch deren Risiken übernehmen und Verluste dementsprechend selbst tragen.¹² Hat ein Berater jedoch eine Beratungspflicht verletzt, kann der betreffende Anleger den Schaden ausnahmsweise mittels eines Schadensersatzanspruchs auf diesen abwälzen. Daher genießen die Bond-Pflichten eine hohe Praxisrelevanz, die sich zuletzt in einer Flut von Haftungsprozessen gezeigt hat, die infolge der letzten Finanzkrise geführt wurden.¹³

Die Prozesswelle wirft die Frage auf, ob die Bond-Pflichten ihrer Zielsetzung, selbstbestimmte Anlageentscheidungen zu ermöglichen, in der Praxis gerecht werden. Sie könnte nicht nur die typische Folge einer Krise sein, sondern auch auf mangelhafte Beratungen hinweisen, die Anleger zum Eingehen zu hoher Risiken veranlassen.¹⁴ Außerdem sind die Bond-Grundsätze bereits gut 25 Jahre alt, während der Kapitalmarkt besonders schnelllebig ist und laufend neue Anlagemöglichkeiten hervorbringt. Daher könnte ihr Schutzansatz mittlerweile überholt sein. Diese Überlegungen geben Anlass, die Bond-Rechtsprechung auf den Prüfstand zu stellen. Zu diesem Zweck untersucht diese Arbeit die Aktualität und Effektivität des Schutzkonzepts der Bond-Rechtsprechung und ihrer einzelnen Pflichten.

B. Behavioral Finance: Irrationale Verhaltensweisen der Anleger als Herausforderung

Zweifel an der Aktualität und Effektivität der Bond-Rechtsprechung kommen besonders mit Blick auf die Erkenntnisse der Behavioral Finance auf. Behavioral Finance ist ein Teilbereich der Verhaltensökonomik (*Behavioral Economics*), einer Forschungsrichtung auf der Schnittstelle von Psychologie und Wirtschaftswissenschaften. Die Verhaltensökonomik nutzt empirische Methoden, um das (tatsächliche) wirtschaftliche Verhalten von Menschen

12 *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 5; vgl. BGH NJW 2006, 2041 Rn. 12; BGHZ 189, 13 Rn. 20; OLG Frankfurt WM 2018, 461, 462.

13 Eine „Flut“ von Klagen bzw. Prozessen beschreiben *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 311, *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 214; *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 4; von mehreren zehntausend Anleger-schutzprozessen spricht *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 162.

14 Vgl. *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 215 f.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 162.

und die Muster ihrer Entscheidungsfindung zu erforschen und zu beschreiben.¹⁵ Dabei spezialisiert sich die Behavioral Finance auf die Untersuchung des Verhaltens von Finanzmarktteilnehmern und die Auswirkungen ihrer Verhaltensmuster auf den Markt.¹⁶

Die Grundlagen der Verhaltensökonomik wurden in den Siebzigerjahren in den USA von den Psychologen *Amos Tversky* und *Daniel Kahneman* gelegt.¹⁷ Die internationale Bedeutung und andauernde Relevanz dieses Bereiches zeigt sich unter anderem darin, dass *Daniel Kahneman* 2002 und der Verhaltensökonom *Richard Thaler* 2017 den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften erhielten. Seit Beginn dieses Jahrhunderts sind Verhaltensökonomik und Behavioral Finance auch in Europa zunehmend Gegenstand wirtschaftswissenschaftlicher Untersuchungen. Mit *Axel Ockenfels* an der Universität zu Köln und *Armin Falk* an der Universität Bonn sind gerade im Köln-Bonner-Raum zwei führende Verhaltensökonominnen tätig, die für ihre experimentelle Wirtschaftsforschung 2005 beziehungsweise 2009 mit dem Gottfried Wilhelm Leibniz-Preis der Deutschen Forschungsgemeinschaft ausgezeichnet wurden.

Die Behavioral Finance zeigt, dass das Verhalten von Finanzmarktteilnehmern, beispielsweise Anlegern, von vielen unbewussten, irrationalen Verhaltensweisen beeinflusst wird.¹⁸ Das widerspricht den Annahmen des klassischen wirtschaftswissenschaftlichen Verhaltensmodells des homo oeconomicus, das rein rationales Verhalten aller Marktteilnehmer unterstellt.¹⁹ Reale Marktakteure haben beispielsweise nur eine begrenzte Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität und beginnen, sobald die

15 Vgl. *Kahneman*, Schnelles Denken, S. 360 ff.; *Fleischer/Schmolke/Zimmer*, in: *Fleischer/Zimmer*, Verhaltensökonomie, S. 9, 17 ff.

16 *Ackert*, in: *Baker/Ricciardi*, Investor Behavior, S. 25, 31; *Goldberg/v. Nitzsch*, Behavioral Finance, S. 25 ff.; *Nofsinger*, Psychology of Investing, S. 3, 7; *Oehler*, in: *Kleeberg/Rehkugler*, Handbuch Portfoliomanagement, S. 843, 848, 850; *Schleifer*, Inefficient Markets, S. 24.

17 Vgl. *Tversky/Kahneman*, 5 Cognitive Psychol. (1973), 207 ff.; *dies.*, 185 Science (1974), 1124 ff.; *dies.*, 47 Econometrica (1979), 263 ff.; *dies.*, 211 Science (1981), 453 ff.; *dies.*, 39 American Psychologist (1984), 341 ff., siehe auch *Kahneman*, Schnelles Denken.

18 *Barberis/Thaler*, Handbook Economics of Finance, S. 1053, 1055; *Nofsinger*, Psychology of Investing, S. 2 f.; vgl. *Fleischer/Schmolke/Zimmer*, in: *Fleischer/Zimmer*, Verhaltensökonomie, S. 9, 12 ff.; *Fleischer*, FS Immenga, S. 575, 577 f.

19 *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 11; *Fleischer/Schmolke/Zimmer*, in: *Fleischer/Zimmer*, Verhaltensökonomie, S. 9, 12; *Rühl*, in: *Krüper*, Grundlagen des Rechts, § 11 Rn. 6; *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung, S. 107,.

se erschöpft ist, nach Faustregeln (Heuristiken) zu urteilen.²⁰ Ferner wird ihre Informationswahrnehmung durch die Art und Weise der Informationsdarstellung beeinflusst.²¹ Weiterhin zeigt sich, dass sie häufig Informationen ausblenden, die ihren Erwartungen nicht entsprechen,²² und zu Selbstüberschätzung und übertriebenem Optimismus neigen.²³

Im Hinblick darauf scheint eine Anlageberatung eine sinnvolle Unterstützung der Anleger bei der Entscheidungsfindung zu sein.²⁴ Berater treffen eine auf die persönlichen Verhältnisse der Anleger zugeschnittene Vorauswahl an Anlagen und stellen die wesentlichen Informationen zusammen. Dadurch verringern sie die zu verarbeitenden Informationen und die Komplexität der Anlageentscheidung. Allerdings verdeutlichen die Behavioral-Finance-Erkenntnisse auch, wie leicht Anleger sich dabei durch ihre Berater beeinflussen oder manipulieren lassen.²⁵ Daher ist es umso wichtiger, dass die Bond-Pflichten einen effektiven Anlegerschutz gewährleisten. Das setzt voraus, dass die Rechtsprechung bei Ausgestaltung der Anlageberatungspflichten die Erkenntnisse der Behavioral Finance berücksichtigt und die Pflichten an das tatsächliche, teils irrationale Entscheidungsverhalten der Anleger anpasst.

Die Behavioral Finance wirft jedoch Zweifel an der Effektivität des Schutzansatzes der Bond-Rechtsprechung auf. Diese beruhen vor allem auf dem Umstand, dass die Rechtsprechung, wie auch der Gesetzgeber, in wei-

-
- 20 Stahl, Information Overload, S. 68 f.; Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1, 9 ff.; Koblert, Anlageberatung und Qualität, S. 220 ff.; zu Heuristiken vgl. Kahneman, Schnelles Denken, S. 127 f.; Tversky/Kahneman, 185 Science (1974), 1124; Goldberg/v. Nitzsch, Behavioral Finance, S. 49, 52, 66.
 - 21 Goldberg/v. Nitzsch, Behavioral Finance, S. 62 ff., 90 f.; Kahneman, Schnelles Denken, S. 81 ff., 109 f., 448 ff.; Nofsinger, Psychology of Investing, S. 65 ff.
 - 22 Sogenannte selektive Wahrnehmung, vgl. Lord/Ross/Lepper, 37 J. Personality & Social Psych. (1979), 2098, 2101; Goldberg/v. Nitzsch, Behavioral Finance, S. 59 ff., 127, 211; Klöhn, Spekulation, S. 107; Nofsinger, Psychology of Investing, S. 57 ff.
 - 23 Fleischer/Schmolke/Zimmer, in: Fleischer/Zimmer, Verhaltensökonomie, S. 9, 37; Kahneman, Schnelles Denken, S. 247 ff., 308 ff., 323 ff.; Klöhn, Spekulation, S. 116 f.; Nofsinger, Psychology of Investing, S. 15 ff., 155.
 - 24 Vgl. Fisher, in: Baker/Ricciardi, Investor Behavior, S. 265; Langenbacher, ZHR 177 (2013), 679, 684; Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1, 15; Fischer, Structured products, S. 17; zurückhaltender dagegen Müllert, ZHR 177 (2013), 160, 193 f.; Nofsinger, Psychology of Investing, S. 175 f.
 - 25 Beispielsweise durch die Art und Weise der Informationsdarstellung; eine Information wird unter anderem unterschiedlich wahrgenommen, je nach dem, ob sie positiv oder negativ formuliert ist (entgangener Gewinn statt Verlust), vgl. Kahneman, Schnelles Denken, S. 448 ff.; Tversky/Kahneman, 211 Science (1981), 453 ff.; Nofsinger, Psychology of Investing, S. 66 f.

ten Teilen einen informationsbasierten Anlegerschutz verfolgt, der in der Pflicht zur objektgerechten Beratung und zur Offenlegung der Verdiensteressen der Berater zum Ausdruck kommt. Dieser Ansatz setzt voraus, dass Anleger die mitgeteilten Informationen richtig aufnehmen, verarbeiten und in ihrer Anlageentscheidung umsetzen können. Die Behavioral Finance stellt gerade diese Fähigkeiten in Frage. Daran anknüpfend wird in der Literatur bereits diskutiert, ob das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept an seine Grenzen stößt und durch andere Instrumente wie Beschränkungen oder Verbote bestimmter Anlagen abgelöst oder ergänzt werden sollte.²⁶

Die Behavioral-Finance-Erkenntnisse sind damit zugleich Herausforderung und Chance für die Bond-Rechtsprechung. Sie stellen eine Herausforderung dar, weil sie die bisherigen Grundannahmen zum Entscheidungsverhalten der Anleger und damit die Wirksamkeit des informationsbasierten Anlegerschutzes in Frage stellen. Sie sind eine Chance, weil ein effektiver Anlegerschutz ein realistisches Bild vom Verhalten und den Fähigkeiten der Anleger voraussetzt. Die Behavioral Finance zeichnet zwar ein komplexes, aber realistisches Bild, auf das zur Verbesserung des Anlegerschutzes möglicherweise zurückgegriffen werden kann.

Vor diesem Hintergrund analysiert diese Untersuchung die Beratungspflichten der Bond-Rechtsprechung unter Berücksichtigung der Behavioral-Finance-Erkenntnisse zum tatsächlichen Anlegerverhalten. Dabei geht sie den Fragen nach, ob und inwiefern die geltenden Pflichten bereits auf irrationale Verhaltensweisen der Anleger zugeschnitten sind und wie sich diese (noch) besser berücksichtigen ließen. Ziel der Untersuchung ist es, herauszufinden, ob Anleger über das Schutzkonzept der Bond-Rechtsprechung effektiv geschützt werden können oder ob die Rechtsprechungsgrundsätze inzwischen überholt sind und durch einen anderen Schutzansatz abgelöst werden sollten.

C. Gang der Darstellung

Diese Untersuchung besteht aus fünf Paragraphen. Dabei dienen die ersten drei der Erarbeitung der Grundlagen, während im vierten und fünften Pa-

26 *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 326 ff.; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212 ff.; *Grigolet*, ZHR 177 (2013), 264 ff.; *Koch*, BKR 2012, 485 ff.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160 ff.; *Oehler/Wendt*, 40 J. Con. Policy (2017), 179 ff.; *Schön*, FS Canaris, 2007, S. 1191 ff.; *Zimmer*, JZ 2014, 714 ff.

ragraphen als Kernstück der Arbeit die Behavioral-Finance-Analyse der Bond-Rechtsprechung und die Erarbeitung entsprechender Verbesserungsvorschläge folgen.

Im Detail hat § 1 die Funktion, den Schutzansatz der Bond-Rechtsprechung herauszuarbeiten und diese in ihren rechtlichen Kontext einzuordnen. Dazu werden das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept (A., B.) und das Verhältnis der Bond-Rechtsprechung zu den aufsichtsrechtlichen Pflichten der Anlageberater untersucht (C.) sowie die Anlageberatung für diese Untersuchung definiert (D.). § 2 behandelt die Erkenntnisse der Behavioral Finance. Nach einer Skizzierung der Grundlagen der Behavioral-Finance-Forschung (A., B.) arbeitet dieser Teil spezifische irrationale Verhaltensweisen der Anleger, die in der Beratungssituation von Bedeutung sein können, heraus (C.) und fasst die sich daraus ergebenden Gefahren für die Anlageberatung zusammen (D.). Da die Behavioral-Finance-Forschung kein Bereich der Rechtswissenschaft ist, beschäftigt sich § 3 mit den Fragen, ob (A.) und wie (B.) ihre Erkenntnisse überhaupt rechtlich bei der Ausgestaltung der zivilrechtlichen Beratungspflichten berücksichtigt werden können und sollten.

Es folgt in § 4 die Behavioral-Finance-Analyse der Bond-Rechtsprechung. Der Schwerpunkt liegt hier auf einer detaillierten Untersuchung der Pflichten zur anleger- und objektgerechten Beratung (B., C.) und zur Offenlegung der Verdienstinteressen der Berater (D.) sowie auf einer Untersuchung des Stellenwertes der einzelnen Pflichten im Gesamtkonzept der Rechtsprechung (E.). Dabei wird ermittelt, ob die Pflichten im Detail bereits auf irrationales Anlegerverhalten zugeschnitten sind oder ob sie durch dessen unzureichende Berücksichtigung ihren Schutzzweck verfehlen. Vor diesem Hintergrund fasst § 4 schließlich die Eignung des Informationsmodells als Anlegerschutzkonzept zusammen (F.). Auf die Analyse aufbauend, erarbeitet § 5 konkrete Verbesserungsvorschläge für die einzelnen Beratungspflichten und die Anwendung des Informationsmodells (A.-D.). Zuletzt nimmt dieser Teil Stellung zu der Frage, ob die vorgeschlagenen Verbesserungen durch den Gesetzgeber oder die Rechtsprechung ins Recht integriert werden sollten (E.), und gibt Ausblick auf weitere Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes, welche die Bond-Rechtsprechung langfristig ergänzen könnten (F.).

Die Untersuchung schließt mit einem Fazit, das die wesentlichen Ergebnisse festhält und auf offene Fragen hinweist.

§ 1 Rechtliche Einordnung der Bond-Rechtsprechung des BGH

Um die Bond-Rechtsprechung des BGH mit Blick auf die Behavioral-Finance-Erkenntnisse analysieren zu können, ordnet dieser erste Teil der Untersuchung sie zunächst in ihren rechtlichen Kontext ein und arbeitet ihre Grundprinzipien und ihren Schutzansatz heraus. Dazu wird untersucht, wie die Rechtsprechung das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept umsetzt und in welchem Verhältnis sie zu den aufsichtsrechtlichen Pflichten der Anlageberater steht. Außerdem wird der Anwendungsbereich der Bond-Rechtsprechung für diese Untersuchung eingegrenzt und an die Behavioral-Finance-Forschung angepasst.

A. Das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept

Das Informationsmodell ist derzeit das im Anlegerschutz, aber auch in anderen Bereichen, vorherrschende Schutzkonzept.²⁷ Sein Instrument sind Informationspflichten, die einer an Informationen reicheren Personengruppe gegenüber und zum Schutz einer weniger informierten Gruppe auferlegt werden. Mitte der Achtzigerjahre rückte das Informationsmodell in den Fokus der Rechtswissenschaft²⁸ und hat sich seitdem besonders durch das europäische Recht weit verbreitet und etabliert.²⁹ So begann

²⁷ *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 70; *dies.*, ZHR 177 (2013), 310, 326; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 265 f.; *Koch*, BKR 2012, 485 f.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 184 ff.; vgl. auch *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 213. Neben dem Anlegerschutzrecht findet das Informationsmodell heute unter anderem im Verbraucherschutzrecht und im (europäischen) Gesellschaftsrecht Anwendung, vgl. hierzu *Rehberg*, in: *Eger/Schäfer*, Europ. Zivilrechtsentwicklung, S. 284, 285 f.; *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 62 ff.; *Drexl*, Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers, S. 308 ff., 452 ff.; *Fleischer*, ZEuP (2000), 772, 784; *Kind*, Grenzen des Verbraucherschutzes; *Krüger*, BKR 2016, 397 ff.; *Eidenmüller*, JZ 2004, 24 ff.; *Grundmann*, Europ. Gesellschaftsrecht, § 8 Rn. 227 ff.; *Merkt*, Unternehmenspublizität; *ders.*, ECFR (2004), 3 ff.; *ders.*, RIW (2004), 1, 6 f.

²⁸ Vgl. *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 62 ff. (1983); *Werres*, Aufklärungspflichten (1985); *Breidenbach*, Informationspflichten beim Vertragsschluß (1989).

²⁹ *Bechtold*, Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts, S. 53 f.; *Fleischer*, ZEuP (2000), 772 ff., 781 f.; *Kind*, Grenzen des Verbraucherschutzes, S. 50 ff.; *Rehberg*, in: *Eger/*

auch im Anlegerschutzrecht Ende der Achtzigerjahre eine Entwicklung, die fort von anlegerschützenden Verboten hin zu einem Schutz durch Informationen führte. Dies verdeutlicht beispielsweise die Einführung der Termingeschäftsfähigkeit kraft Information im Jahr 1989, die das vorherige Verbot von Termingeschäften durch Privatanleger ablöste.³⁰

I. Informationsdefizite als Hindernis privatautonomer Entscheidungen

Im Anschluss an eine Anlageberatung können Anleger mit ihren beratenden Banken oder vermittelt durch ihre Berater mit Dritten einen Vertrag über den Erwerb der empfohlenen Anlage abschließen. Dabei gilt der Grundsatz der Privatautonomie. Privatautonomie bedeutet, dass alle Rechtssubjekte ihre Rechtsverhältnisse durch Rechtsgeschäfte, zum Beispiel Verträge, nach ihrem Willen frei gestalten dürfen.³¹ Sie gewährleistet somit rechtliche und wirtschaftliche Selbstbestimmung.³²

Die Privatautonomie beruht auf der Vorstellung, dass grundsätzlich alle Rechtssubjekte in gleicher Weise dazu in der Lage sind, einen freien rechtsgeschäftlichen Willen zu bilden und einander bei Vertragsverhandlungen auf Augenhöhe zu begegnen.³³ Folglich sollen sie durch selbstbestimmte und eigenverantwortliche Vertragsschlüsse ihre Interessen selbst wahrnehmen und durchsetzen können.³⁴ Dementsprechend ist grundsätzlich davon auszugehen, dass Verträge am Maßstab der individuellen Inter-

Schäfer, Europ. Zivilrechtsentwicklung, S. 284, 285 f.; Schön, FS Canaris, 2007, S. 1191, 1194; vgl. auch Grundmann, JZ 2000, 1133 ff.; Krüger, BKR 2016, 397.

30 Siehe § 53 Abs. 2 BörsG in der Fassung vom 11.7.1989; Klöbn, ZHR 177 (2013), 349; Zimmer, JZ 2014, 714, 715 Fn. 7, 717; Schwark, NJW 1989, 2675 f..

31 BVerfGE 81, 242, 254; 89, 214, 231; Di Fabio, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 2 Rn. 101; Honsell, in: Staudinger, BGB, Einl. zum BGB, Rn. 113.

32 BVerfGE 81, 242, 254 f.; 89, 214, 231; Di Fabio, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 2 Rn. 101; Honsell, in: Staudinger, BGB, Einl. zum BGB, Rn. 113; Jarass, in: Jarass/Pieroth, GG, Art. 2 Rn. 22.

33 Canaris, JZ 1987, 993, 994 (Freiheit und Gleichheit als Grundwerte der Privatautonomie); Dauner-Lieb, Verbraucherschutz, S. 54 f.; Di Fabio, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 2 Rn. 101; Purnhagen/Reisch, ZEuP 2016, 629, 651 f.; Schnauder, WM 2014, 783, 785; so gingen die Gesetzgeber des BGB ursprünglich von einem Modell formaler Gleichheit der Rechtssubjekte aus, vgl. BVerfGE 89, 214, 233; Säcker, in: MüKo-BGB, Einl. Rn. 34.

34 BVerfGE 81, 242, 254; vgl. Gessner, FS Derleder, S. 101, 102; Honsell, in: Staudinger, BGB, Einl. zum BGB, Rn. 113; Schubert, in: MüKo-BGB, § 242 Rn. 526.

essen der Parteien richtig und ausgeglichen sind und keiner inhaltlichen Kontrolle mehr bedürfen.³⁵ So lässt auch das BGB trotz inzwischen zahlreicher Ausnahmen im Grundsatz den Inhalt von Verträgen in den Grenzen des gesetzlichen Verbots und der Sittenwidrigkeit (§§ 134, 138 BGB) unberührt und hält die Parteien an einmal getroffenen Vereinbarungen fest.³⁶ Rechtssubjekte dürfen ihre Interessen im Rechtsverkehr also nicht nur selbst wahrnehmen, sondern sie müssen dies auch in eigener Verantwortung tun.³⁷

Das Informationsmodell sieht die freie, privatautonome Willensbildung durch Informationsasymmetrien beeinträchtigt: Demnach liegt eine relevante Informationsasymmetrie vor, wenn eine Vertragspartei im Gegensatz zu der anderen nicht über alle vertragswesentlichen Informationen verfügt und es ihr auch nicht möglich oder zumutbar ist, sich diese Informationen selbst zu beschaffen.³⁸ In diesem Fall sei die informationell unterlegene Partei daran gehindert, ihre Interessen durch den Vertragsschluss selbstbestimmt und eigenverantwortlich wahrzunehmen und somit schutzbedürftig.³⁹

In einigen Vertragsverhältnissen treten typischerweise Informationsasymmetrien auf, beispielsweise bei Verträgen, an denen Verbraucher oder Anleger beteiligt sind.⁴⁰ Bei Anlagegeschäften resultieren Informationsdefizite der Anleger daraus, dass die Vermittler und Veräußerer der Anlagen als Marktgegenseite arbeitsteilig organisiert, entsprechend spezialisiert und

35 *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 56; *Honsell*, in: Staudinger, BGB, Einl. zum BGB, Rn. 113; *Horn*, AcP 176 (1976), 307, 319.

36 *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 55 f., 71 Fn. 37; *Säcker*, in: MüKo-BGB, Einl. Rn. 34; *Schnauder*, WM 2014, 783, 785; *Schön*, FS Canaris, 2007, S. 1191; *Schubert*, in: MüKo-BGB, § 242 Rn. 527.

37 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 415 f.; vgl. *Canaris*, Bankvertragsrecht (1975), Anhang nach § 357 HGB Anm. 55; *ders.*, JZ 1987, 993, 994; *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 2; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1833 f.

38 *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 63 ff.; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1137; *Stahl*, Information Overload, S. 45 f.; vgl. *Fleischer*, ZEuP (2000), 772; *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 89, 415 f.; *Law*, 40 HKLJ (2010), 15, 20; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1833 f.

39 Vgl. *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz, S. 65 ff.; *Rümker*, Bankrechtstag 1992, S. 29, 32; *Horn*, AcP 176 (1976), 307, 321, nach dem bei ungleicher Verhandlungsmacht keine Gewähr mehr für die inhaltliche Richtigkeit von Verträgen besteht.

40 *Berger*, ZBB 2001, 238, 239; *Koller*, FS Huber, S. 821, 828; vgl. *Dauner-Lieb*, Verbraucherschutz S. 67 ff.; *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 416 ff., der für das Anlagegeschäft zwischen verschiedenen Anlegertypen differenziert.

erfahren sind.⁴¹ Sie verfügen über professionelle Fachkenntnisse und gegebenenfalls Spezialwissen, wenn sie Anlagen selbst entwickelt haben oder in Kontakt zu den Emittenten stehen.⁴² Gleichzeitig hindert die Vielzahl und Komplexität der verfügbaren Anlagen Anleger typischerweise an einem ausreichenden Produkt- und Preisvergleich.⁴³

Diese Informationsasymmetrie bleibt auch bei vorgeschalteter Anlageberatung bestehen. Hier müssen Anleger zwar nicht mehr selbst sämtliche Informationen auswerten, um die verfügbaren Anlagen zu beurteilen und zu vergleichen, sondern lassen sich geeignete Anlagen vorauswählen und empfehlen. Sie müssen schließlich aber in eigener Verantwortung entscheiden, ob sie sich auf die Empfehlung verlassen und ihr folgen. Im Gegensatz zu ihren Beratern verfügen Anleger nicht über die erforderlichen Informationen und Erfahrungen, um die Geeignetheit der empfohlenen Anlage und die Qualität der Beratung nachprüfen zu können.⁴⁴ Diese Informationsasymmetrie hindert sie dem Informationsmodell zufolge an einer freien Willensbildung als Bedingung einer privatautonomen Anlageentscheidung, sodass Anleger auch bei einer Anlageberatung schutzbedürftig bleiben.

II. Schutz durch Informationspflichten

Das Schutzinstrument des Informationsmodells sind Informationspflichten, die der Marktgegenseite der schutzbedürftigen Partei vor Vertragsschluss auferlegt werden, um Informationsasymmetrien auszugleichen. Anleger als schutzbedürftige Partei sollen durch Informationen in die Lage

41 Müller-Christmann, Bankrechtstag 2012, S. 1, S. 2; vgl. Fleischer, ZEuP (2000), 772, 774 f.; ders., Informationsasymmetrien, S. 204.

42 Müller-Christmann, Bankrechtstag 2012, S. 1, 2; Nobbe/Zahrte, in: MüKo-HGB, Anlageberatung Rn. 3; vgl. Berger, ZBB 2001, 238, 239; Fleischer, ZEuP (2000), 772, 774 f.

43 Hannover/Walz, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., § 110 Rn. 3; Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 89 ff.; Lerch, Finanzintermediäre, S. 107; vgl. auch Berger, ZBB 2001, 238, 239; Dauner-Lieb, Verbraucherschutz, S. 68; Fleischer, ZEuP (2000), 772, 774 f.; ders., Informationsasymmetrien, S. 204 f.; Müller-Christmann, Bankrechtstag 2012, S. 1, 2.

44 Lerch, Finanzintermediäre, S. 106 ff., 325 f.; Stahl, Information Overload, S. 82 f; vgl. auch Kasten, Explorations- und Informationspflichten, S. 96 ff.; Hens, in: Sethe u.a., Anlegerschutz im Finanzmarktrecht, S. 1, 3, der aber darauf hinweist, dass auch der Anleger einen Informationsvorteil gegenüber dem Berater habe, da er seine persönliche Risikotoleranz besser einschätzen könne.