

# VersR

Schriftenreihe der Zeitschrift Versicherungsrecht

Egon Lorenz (Hrsg.)

55

**Karlsruher Forum 2014:  
Anlegerschutz durch  
Haftung nach deutschem  
und europäischem  
Kapitalmarktrecht**

Mit Vorträgen von Katja Langenbacher  
und Helmut Heiss und Dokumentation  
der Diskussion



Versicherungsrecht

Schriftenreihe  
der Zeitschrift Versicherungsrecht (VersR)

Im Einvernehmen mit den anderen  
Mitgliedern der Schriftleitung  
herausgegeben von

Prof. Dr. Egon Lorenz  
Universität Mannheim  
Fakultät für Rechtswissenschaft  
und Volkswirtschaftslehre

Band 55



**Egon Lorenz (Hrsg.)**

**Karlsruher Forum 2014:  
Anlegerschutz durch Haftung  
nach deutschem und europäischem  
Kapitalmarktrecht**

**Mit Vorträgen von Katja Langenbacher und  
Helmut Heiss und Dokumentation der Diskussion**



## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

### Zitiervorschlag:

Egon Lorenz (Hrsg.), *Karlsruher Forum 2014: Anlegerschutz durch Haftung (VersR-Schriften 55)*, S.

© 2015 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe. Jegliche unzulässige Nutzung des Werkes berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Bei jeder autorisierten Nutzung des Werkes ist die folgende Quellenangabe an branchenüblicher Stelle vorzunehmen:

© 2015 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Jegliche Nutzung ohne die Quellenangabe in der vorstehenden Form berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

ISSN 1431-6463

ISBN 978-3-89952-819-0

# Inhaltsverzeichnis

## **Einführung**

Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Claus-Wilhelm Canaris, München 1

## **Vorträge**

Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main  
*Anlegerschutz durch Haftung nach deutschem und europäischem  
Kapitalmarktrecht* 5

Prof. Dr. Helmut Heiss, LL.M. (Chicago), Zürich  
*Anlegerschutz bei Versicherungsprodukten?* 41

## **Aus der Diskussion**

Prof. Dr. Gerhard Wagner, LL.M. (University of Chicago), Berlin 81

Prof. Dr. Hans-Jürgen Ahrens, Osnabrück 86

Prof. Dr. Johannes Köndgen, Bonn 87

Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main 91

Prof. Dr. Hans Christoph Grigoleit, München 95

Prof. Dr. Thomas Lobinger, Heidelberg 100

Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Claus-Wilhelm Canaris, München 102

Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main 106

Prof. Dr. Rolf Sack, Mannheim 111

Prof. Dr. Nils Jansen, Münster 112

Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main 114

Prof. Dr. Gerald Spindler, Göttingen 115

Prof. Dr. Manfred Wandt, Frankfurt am Main 117

Prof. Dr. Oliver Brand, LL.M. (Cambridge), Mannheim 119

Prof. Dr. Christian Armbrüster, Berlin	122
Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main	124
Prof. Dr. Helmut Heiss, LL.M. (Chicago), Zürich	125
Prof. Dr. Hans-Jürgen Ahrens, Osnabrück	130
Prof. Dr. Peter Reiff, Trier	131
Martin Lehmann, Richter am BGH, Karlsruhe	134
Prof. Dr. Robert Koch, LL.M. (McGill), Hamburg	138
Prof. Dr. Christoph Brömmelmeyer, Frankfurt (Oder)	138
Dr. Natascha Sasserath-Alberti, GDV, Berlin	140
Prof. Dr. Helmut Heiss, LL.M. (Chicago), Zürich	142
Prof. Dr. Katja Langenbucher, Frankfurt am Main	146
Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Claus-Wilhelm Canaris, München	147
Prof. Dr. Dr. h. c. Ewoud Hondius, Utrecht	148
Prof. Dr. Torsten Iversen, Aarhus	152
Dr. Emmanuela Truli, Athen	156

# Einführung

**Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Claus-Wilhelm Canaris, München**

## *I. Zur Begrüßung*

Dass dieses Jahr ich es bin, der an Stelle von Herrn *Lorenz* als Erster ans Pult tritt, bedeutet nichts Gutes, wie Sie sich vermutlich denken können. Herr *Lorenz* ist leider durch eine akute Erkrankung seiner Frau, die in die Klinik eingeliefert werden musste, gehindert teilzunehmen, weil er so nah wie irgend möglich bei seiner Frau bleiben möchte. Dafür bittet er um Verständnis und lässt Ihnen allen seine besten Grüße übermitteln. Ich bin mir sicher, dass ich in unser aller Namen spreche, wenn ich diese Grüße auf das herzlichste erwidere und damit die allerbesten Genesungswünsche für seine Gattin verbinde.

Nun aber rücke ich wirklich in die Funktion von Herrn *Lorenz* ein und übernehme die Begrüßung. Diese besteht, wie Sie wissen, in allererster Linie aus Danksagungen. Unser Dank gilt zunächst wie alle Jahre der Karlsruher Lebensversicherung AG, inzwischen in der Firma ergänzt durch Wüstenrot & Württembergische Versicherung AG, in deren Räumen das *Karlsruher Forum* seit eh und je seine Tagung veranstaltet, wofür wir ganz besonders dankbar sind. Meinen Dank adressiere ich ausdrücklich und namentlich an Herrn *Heinen* als Vorsitzenden des Vorstands der Württembergischen Lebensversicherung AG. Dank gilt sodann dem Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, der mit dem Ertrag der Zeitschrift *Versicherungsrecht* zu den, wie man heutzutage zu sagen pflegt, „Ermöglichern“ unserer Tagung gehört. Nehmen Sie, lieber Herr *Knippenberg*, also sowohl persönlich als auch stellvertretend in gesellschaftsrechtlicher Funktion unseren Dank entgegen.

Ein besonderes Wort des Dankes richte ich sodann an die Richterinnen und Richter, die ausweislich der Teilnehmerliste dieses Jahr in besonders großer Zahl vertreten sind, sowie an eine Reihe von Rechtsanwälten und Syndici, die ebenfalls Mitglieder unseres Auditoriums sind. Ihre Teilnahme ist in meinen Augen ein besonders erfreuliches Zeichen für die überaus fruchtbare Zusammenarbeit von Rechtspraxis und Rechtswissenschaft, welche die deutschsprachige – nicht nur die deutsche, sondern die gesamte deutschsprachige – Rechtskultur auszeichnet, ja in dieser Intensität wohl schon zu einem

weltweiten Alleinstellungsmerkmal geworden ist. Stellvertretend begrüße ich namentlich Herrn Vizepräsidenten *Schlick*. Dank gilt ferner den ausländischen Teilnehmern für ihr Kommen, das unserer Tagung einen fruchtbaren internationalen Aspekt geben wird, und von denen wir das eine oder andere lehrreiche Diskussionsreferat – hätte ich jetzt beinahe gesagt, meine ich aber natürlich nicht wörtlich –, den einen oder anderen Diskussionsbeitrag erwarten. Last but not least begrüße ich sehr herzlich meine Kolleginnen und Kollegen aus der Wissenschaft.

Es drängt mich, ein sehr persönliches Wort hinzuzufügen. Voriges Jahr musste ich in letzter Minute oder Stunde meine Teilnahme an diesem Forum absagen und daher zu meinem großen Bedauern auch auf die Diskussionsleitung verzichten, die ich nun schon seit mehr als zehn Jahren ehrenvollerweise hier innehaben darf. Aber mich traf wie der sprichwörtliche Blitz aus heiterem Himmel ein gesundheitlicher Schlag, der nur mit Hilfe der Kunst der Orthopäden – Entschuldigung, der Chirurgen, es war kein orthopädisches Problem, trotz des Stocks, mit dem ich seither herumwandere –, den ich nur mit Hilfe der Chirurgen letztendlich heil überstanden habe. Einmal mehr hat der Mensch seine teilweise Überlegenheit über die Tücken der Natur bewiesen. Und nach vielen Monaten, in denen mich die Chirurgen und andere Ärzte in ihren Händen oder Betten behalten haben, bin ich dann schließlich wieder auf die Beine gekommen. Es ist daher für mich ein Moment besonderer Dankbarkeit und auch besonderer Freude, dass ich heute wieder vor Ihnen stehen darf und die Diskussion leiten werde – getrübt freilich dadurch, dass ich nun auch noch die zweite Funktion, nämlich die von Herrn *Lorenz*, habe übernehmen müssen.

## *II. Vorbemerkung*

Der letzte Teil dieser Einführung besteht üblicherweise in einem Wort an die Referenten. Herr *Lorenz* hat mitunter eine kurze Einführung in die Thematik der Referate gegeben. Das erspare ich Ihnen und mir dieses Mal, weil beide Vortragenden uns vorab eine Übersicht und eine Gliederung von nicht zu überbietender Genauigkeit und zugleich Plausibilität und Konsistenz gegeben haben, die Ihnen vorliegen müsste, so dass ich dem nichts hinzufügen könnte, sondern im Gegenteil in die Gefahr geriete, einen vorweggenommenen Diskussionsbeitrag zu leisten – und nichts ist schlimmer, als wenn der Leiter der Diskussion so etwas tut. Nicht üblich ist beim *Karlsruher Forum* – und das muss ich vor allem unserer Referentin und unserem Referenten sagen –, dass die Vortragenden von dem Tagungsleiter eingeführt oder gar

durch eine Laudatio vorgestellt werden. Das droht Ihnen also nicht. Gleichwohl, liebe Frau *Langenbacher*, erlaube ich mir doch, einige ganz persönliche Worte an Sie zu richten, zumal nicht jedermann das wissen kann, was ich jetzt sagen werde: Es ist mir nämlich deshalb eine ganz besondere Freude, dass Sie heute Referentin sind – und übrigens zum ersten Mal Teilnehmerin dieses Forums –, weil Sie meine Schülerin sind. Und es kommt noch eine besondere Pointe hinzu: weil ich es war, der eines Tages zu Ihnen unter vier Augen gesagt hat: „Ach, machen Sie doch mal, würde ich Ihnen raten, ein bisschen weniger Arbeitsrecht und dafür mehr Gesellschaftsrecht, insbesondere Kapitalgesellschaftsrecht“. Natürlich hatte ich seither ein unbehagliches Gefühl, denn damit hatte ich zugleich Verantwortung übernommen, und wie ich in der Rückschau sagen darf, haben Sie aus diesem Tipp Glänzendes gemacht und eine herausragende Karriere auch auf dem Gebiet des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts hingelegt. Sie kommen gerade von einem einjährigen Forschungsaufenthalt an der London School of Economics zurück und Sie sind *professeur affiliée* an der SciencesPo, also an der Ecole de Sciences Politiques in Paris. Ich freue mich, dass mein Ratschlag irgendwie nun auch in dieses Referat mündet. Das Bankvertragsrecht war Ihnen ja ohnehin schon durch Ihre Habilitationsschrift bestens vertraut, insoweit anknüpfend an meine eigenen Arbeiten. Dann aber haben Sie sich das andersartige, aber irgendwie doch zugehörige Feld des Kapitalmarkt- und des Gesellschaftsrechts erobert. Dieses Referat knüpft ja an beide Rechtsgebiete an und liegt sozusagen im Zentrum und im Schnittpunkt dieser beiden Materien.

Ich freue mich desgleichen, Herr *Heiss*, dass Sie aus Zürich zu uns gekommen sind. Auch bei Ihnen werde ich nicht etwa Ihr Referat teilweise vorwegnehmen, zumal das Versicherungsrecht nun wirklich kein Heimspiel für mich wäre. Ich begnüge mich daher damit, Ihnen herzlichen Dank für die Übernahme dieses Referats zu sagen. Im Übrigen müssen wir ja offenbar froh sein, dass die Europäische Union, die nach Pressemeldungen unlängst sogar Verhandlungen über ein Abkommen über das Erasmusprogramm mit der Schweiz ausgesetzt haben soll, die Kavallerie in den Ställen gelassen hat und Sie also ungefährdet hier Ihrer Tätigkeit als Vortragender nachgehen können. Ich danke Ihnen beiden nochmals sehr.



# Vorträge

**Prof. Dr. Katja Langenbacher, Frankfurt am Main**

## **Anlegerschutz durch Haftung nach deutschem und europäischem Kapitalmarktrecht\***

### **Übersicht**

I.	Anlegerschutz (durch Haftung)	8
1.	Empirie und Normativität	8
2.	Anlegerleitbilder	9
a)	Marktrational-optimistisch	9
b)	Marktrational-pessimistisch	11
c)	Paternalistisch-bedürftig	11
II.	(Anlegerschutz durch) Haftung	13
1.	Chancen und Herausforderungen der Gewähr von Anlegerschutz durch Haftung	13
a)	Chancen	13
b)	Herausforderungen	14
2.	Instrumente der Gewähr von Anlegerschutz durch Haftung	15
a)	Haftung für Marktinformation	16
(1)	Haftung für standardisierte Marktinformation	16
(a)	Prospekthaftung	17
(b)	Produktinformationen	20
(c)	Angebotsunterlagen	20
(d)	Ad-hoc-Informationen	21

\* Vortrag, gehalten am 21.2.2014. Die Vortragsform ist beibehalten worden.

(2) Haftung außerhalb standardisierter Information	22
(a) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne	22
(b) Kapitalmarktvertrauenshaftung	23
(c) Deliktsrechtliche Marktinformationshaftung	23
b) Haftung für Beratung	25
(1) Standardisierte Haftung für Beratung	25
(a) Das Fehlen einer standardisierten Anspruchsgrundlage	25
(b) (Keine) europarechtliche Verklammerung aufsichtsrechtlicher Standardisierung und bürgerlich-rechtlicher Haftung	26
(c) (Kein) Pflichtengleichlauf zwischen aufsichtsrechtlicher Standardisierung und bürgerlich-rechtlicher Haftung	27
(2) Nicht standardisierte Haftung für Beratung	28
(a) Marktrational-optimistische Bausteine	28
(b) Marktrational-pessimistische Bausteine	30
(c) Paternalistische Bausteine	31
c) Strukturelle Schwächen: haftungsbegründende Kausalität	32
(1) Standardisierte Kausalität	32
(2) Nicht standardisierte Kausalität	33
d) Strukturelle Schwächen: Haftungsausfüllung	35
(1) Standardisierte Rechtsfolgen	35
(2) Nicht standardisierte Rechtsfolgen	35
3. Konkurrenz: Anlegerschutz durch aufsichtsbehördlichen Eingriff	37
a) Instrumente	38
b) (Kein) Durchsetzungsvorsprung Privater	38
c) Komplementarität privatrechtlicher Steuerung	39

Unser Thema ist auf den ersten Blick modern, sozusagen Zeitgeist. Seit der Finanzkrise des Jahres 2008 ist die Frage nach der Gewähr wirkungsvollen Anlegerschutzes mit besonderer Dringlichkeit im öffentlichen Bewusstsein verankert. Sie hat eine wahre Flut von Gerichtsurteilen und akademischen Stellungnahmen, aber auch intensive regulatorische Aktivität bewirkt.

Tritt man einen Schritt zurück, weist der Gegenstand weit über die politischen Launen des Tagesgeschäfts hinaus und verlangt eine Auseinandersetzung mit einer erschreckenden Vielfalt haftungsrechtlicher Grundlagenfragen.<sup>1</sup> Das gilt beispielsweise für die Überlegung, welches Leitbild der Gesetzgeber bei der Kodifikation von Anlegerschutz zugrunde legen sollte – eine Parallelfrage wurde zuletzt für den Verbraucherschutz im Jahre 2011 auf dem Karlsruher Forum behandelt.<sup>2</sup> Hiervon hängt die Folgefrage nach der Reichweite von Aufklärungspflichten ab, ein 2001 hier erörterter Topos.<sup>3</sup> Zwecke, Inhalte und Grenzen von Schadensersatz wurden im Jahr 2006 diskutiert<sup>4</sup> – heute soll dies mit Blick auf die Funktionsfähigkeit der Gewähr gerade haftungsrechtlichen Anlegerschutzes erneut aufgegriffen werden. Besonderheiten der Expertenhaftung wurden in Karlsruhe 1988<sup>5</sup> debattiert – ob Anlageberater Experten sind, ist weniger sicher. Beweiserleichterungen, so der Titel des Forums von 1989,<sup>6</sup> sowie Kausalitätsfragen, hier behandelt 1986,<sup>7</sup> bilden ein zentrales Thema auch des Anlegerschutzes durch Haftung.

Die Fülle an fundamentalen Richtungsentscheidungen und zugleich intrikaten dogmatischen Einzelfragen, die unser Thema aufwirft, zwingt zu einer Auswahl. Grobe Richtschnur hierfür ist zunächst der mir aufgebene Titel. In einem ersten, knapp gehaltenen Teil wird es um den zu schützenden „Anleger“, insbesondere um Anlegertypologien, gehen. Im zweiten, deutlich breiteren Teil steht die Frage der Gewähr von Anlegerschutz gerade „durch Haftung“ im Fokus. Ihr werden wir uns in drei Schritten nähern. Es werden erstens die Chancen privatrechtlicher Haftung zur Verwirklichung von Anlegerschutz vorzustellen sein. Zweitens werden wir einen Rundgang durch die dogmatischen Instrumente der Gewähr von Anlegerschutz durch Haftung unternehmen. Abschließend werden wir uns drittens mit dem zentralen konkurrierenden Instrument der Gewähr von Anlegerschutz beschäftigen, dem aufsichtsbehördlichen Eingriff.

1 Grundlegend *Hopt*, Gutachten 51. DJT 1976.

2 *H. Roth* in: Lorenz (Hrsg.), Karlsruher Forum 2011, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 2012.

3 *Dörner* in: Lorenz (Hrsg.), Karlsruher Forum 2000, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 2001.

4 *G. Wagner* in: Lorenz (Hrsg.), Karlsruher Forum 2006, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 2006.

5 *Zeuner* in: Klingmüller (Hrsg.), Karlsruher Forum 1988, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1988.

6 *Prütting* in: Klingmüller (Hrsg.), Karlsruher Forum 1989, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1989.

7 *Gottwald* in: Klingmüller (Hrsg.), Karlsruher Forum 1986, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1986.

# I. Anlegerschutz (durch Haftung)

## 1. Empirie und Normativität

Wir wollen mit dem ersten Teil, der mit „Anlegerschutz“ überschrieben ist, beginnen. Die Passgenauigkeit von Gesetzgebung und Rechtsprechung hängt typischerweise eng mit der Erfassung der zu regelnden Lebenswirklichkeit zusammen. Daraus ergibt sich das Postulat klarer Formulierung eines Begriffs des „Anlegers“, dessen Schutz durch Haftung verwirklicht werden soll. Blickt man auf gesetzgeberische Novellen und Gerichtsentscheidungen der letzten Jahre, entsteht ein einigermaßen ungeordneter Eindruck. So begegnet uns etwa in einem Urteil des OLG Brandenburg der „Anleger“ als Kunde „mit kleinem Einkommen und geringem Vermögen“, dem die Beteiligung an einem in Form der Publikums-KG organisierten Immobilienfonds vermittelt wird.<sup>8</sup> Eine viel besprochene Entscheidung des BGH betrifft dagegen ein „mittelständisches Unternehmen auf dem Gebiet der Waschaumhygiene“, welches beim Kauf eines „CMS Spread Ladder Swap“ durch eine promovierte Volkswirtin vertreten wurde.<sup>9</sup> Dem LG Dortmund lag der Fall einer Gemeinde vor, die einen „plain-vanilla-swap“ vereinbart hatte.<sup>10</sup>

Ähnlich breit wie die forensische Lebenswirklichkeit präsentieren sich die gesetzgeberischen Annäherungen an den Begriff des „Anlegers“.<sup>11</sup> Das KAGB differenziert fein zwischen Privatanlegern, professionellen Anlegern und semiprofessionellen Anlegern.<sup>12</sup> Mit einem einzigen Sammelbegriff des „Anlegers“ kommt hingegen Art. 15 der OGAW-Richtlinie<sup>13</sup> aus. Kapitalmarktrechtliche Normen wie etwa die § 21 WpPG, § 20 VermAnlG oder die §§ 37b, 37c WpHG sprechen überhaupt nicht vom „Anleger“, sondern berechtigen schlicht den „Erwerber von Wertpapieren“. Modellfiguren

8 OLG Brandenburg v. 8.2.2012 – 7 U 46/11, NJW 2012, 2449.

9 BGH v. 22.3.2011 – XI ZR 33/10 „Zinswette“, VersR 2011, 1183 = NZG 2011, 591.

10 LG Dortmund v. 5.7.2013 – 6 O 205/127, NVwZ 2013, 1362.

11 Zur Uneinheitlichkeit der Anlegerleitbilder auch *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160 (178).

12 Vgl. z. B. § 1 Abs. 19 Nr. 31 bis 33 KAGB. Zum Anwendungsbereich des KAGB *van Kann/Redeker*, DStR 2013, 1483; kritisch: *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (90, 95, 102) (zu weit, für teleologische Reduktion); *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (zu eng); *Koch* in: Möllers/Kloyer, Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, 2013, S. 111; *Schneider* in: Möllers/Kloyer, Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, 2013, S. 79 ff.; *Zetzsche* in: Möllers/Kloyer, Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, 2013, S. 131, 135 f.

13 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEG vom 17.11.2009, L 302, S. 32.

wie der „verständige Anleger“ der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>14</sup> oder der „durchschnittliche Anleger“ des Prospektrechts<sup>15</sup> dienen freilich auch dort zur Konkretisierung des geschützten Personenkreises.

Empirische Untersuchungen zur Zusammensetzung der Anlegerpopulation in Deutschland bestätigen die Schwierigkeiten einer trennscharfen Definition des „Anlegers“. So gelangen einzelne Studien zu dem mehr oder weniger überraschenden Ergebnis, dass wohlhabende und/oder risikofreudige private Anleger mehr als arme und/oder risikoscheue Anleger investieren.<sup>16</sup> Eine Korrelation lässt sich auch zwischen hohen kognitiven Fähigkeiten und der Partizipation am Kapitalmarkt nachweisen.<sup>17</sup> Empirische Belege findet man außerdem für die geringere Partizipation von Frauen,<sup>18</sup> von in Finanzfragen weniger gut Ausgebildeten<sup>19</sup> oder von misstrauischen Personen<sup>20</sup>.

## 2. Anlegerleitbilder

### a) *Marktrational-optimistisch*

Aus dem empirisch feststellbaren „Sein“ lässt sich freilich nicht ohne Weiteres das normativ vorzugswürdige „Sollen“ ableiten.<sup>21</sup> Besonderen Widerhall hat in den zurückliegenden Dekaden ein „marktrational-optimistisches“

14 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG vom 12.4.2003, L 96, S. 16; ab dem 3. Juli 2016: Erwägungsgrund (14) der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

15 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEG vom 31.12.2003, L 345, S. 64.

16 Etwa *Haliassos/Bertaut*, 105 *The Economic Journal* (1995), 110.

17 *Benjamin/Brown/Shapiro*, Who is „Behavioral“?, *Cognitive Ability and Anomalous Preferences*, Mai 2006, <http://ssrn.com/abstract=675264>; *Christelis/Jappelli/Padula*, Cognitive Abilities and portfolio choice, CFS working paper no. 2008/35; *Grinblatt/Keloharju/Linnmainmaa*, *The Journal of Finance* 2011, 2121.

18 *Almenberg/Dreber*, *Gender, Stock Market Participation and Financial Literacy*, Juli 2012, SSE/EFI Working Paper Series No. 737.

19 *Van Rooij/Lusardi/Alessie*, *Financial Literacy and Stock Market Participation*, CFS Working Paper No. 2007/27.

20 *Guiso/Sapienza/Zingales*, 63 *The Journal of Finance* (2008), 2557.

21 Zum naturalistischen Fehlschluss *Hume*, *A Treatise of Human Nature*, 1739, Buch III, Teil I, Kapitel I. Zum Folgenden: *Langenbucher*, *ZHR* 177 (2013), 679 (680 ff.); zu divergierenden Anlegerleitbilder in der europäischen Rechtsetzung eingehend *Möllers/Poppele*, *ZGR* 2013, 437 (448 ff.)

Anlegerleitbild gefunden. Anleger werden als rational handelnde, informationssuchende Personen mit stabilen Präferenzen modelliert, die in der Lage sind, Informationen zutreffend zu verarbeiten und deren Grenzen einzuschätzen. Kapitalmärkte bieten ihnen ein attraktives Betätigungsfeld, soweit Informationseffizienz herrscht und Transaktionskosten niedrig sind.<sup>22</sup> Als einen Verwandten dieser Modellfigur darf man den mündigen Verbraucher des europäischen Vertragsrechts begreifen, der den europäischen Binnenmarkt befördert, indem er gut recherchierte, rationale Kaufentscheidungen trifft.<sup>23</sup> Normativen Niederschlag findet dieses Leitbild in der Betonung von Privatautonomie und Vertragsfreiheit und der Fähigkeit, standardisierte Information zu verarbeiten.

Die Zugrundelegung eines marktrational-optimistischen Anlegerleitbilds ist im Gefolge der Finanzkrise zunehmend unter Druck geraten. Viel zitierte Untersuchungen und Laborexperimente zu Verhaltensanomalien von Anlegern betonen Irrationalitäten in der Entscheidungsfindung<sup>24</sup> und die Undurchsichtigkeit gerade von Finanzmärkten<sup>25</sup>. Andere Studien versuchen, das sog. „stock market participation puzzle“ aufzulösen, mithin zu erklären,

- 22 *DellaVigna*, 47 *Journal of Economic Literature* (2009), 315; *Fama*, 25 *Journal of Finance* (1970), 383 ff.; zum deutschen Recht: *Klöhn*, *ZHR* 177 (2013), 349 (359 ff.); ders. in: *Fleischer/Zimmer*, *Beitrag der Verhaltensökonomik (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht*, 2011, S. 83 ff.; *Koch*, *BKR* 2012, 485; grundlegend bereits *Schön* in: *FS Canaris*, 2007, S. 1191, 1193, 1196 f., 1201 f.
- 23 Hieraus folgt freilich noch nicht, dass das Anlegerleitbild am Verbraucherleitbild zu orientieren wäre, vgl. *Mülbert*, *ZHR* 177 (2013), 160 (180). Zur Konturierung des, ebenfalls im Fluss befindlichen, Verbraucherleitbilds: *Verbraucherpolitische Strategie der EU (2007–2013), Stärkung der Verbraucher – Verbesserung des Verbraucherwohls – wirksamer Verbraucherschutz*, KOM(2007) 99 endgültig vom 13.3.2007, S. 4, 11 (siehe aber schon dort zum „vulnerable consumer“ auf S. 3). Grundlegend aus jüngster Zeit *Micklitz*, *Gutachten A zum 69. DJT 2012*, A 14 ff., A 36 ff.; *Roth* in: *Lorenz* (Hrsg.), *Karlsruher Forum 2011: Verbraucherschutz – Entwicklungen und Grenzen*, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 2012, S. 27 ff.; monographische Grundlagen bei *Dauner-Lieb*, *Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher*, 1983, S. 62 ff.; *Drexl*, *Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers*, 1983, S. 26 ff.; *Heiderhoff*, *Grundstrukturen des nationalen und europäischen Verbrauchervertragsrechts*, 2004, S. 219 ff., 331 ff.; siehe weiter *Gsell*, *JZ* 2012, 809 (811); zum Verhältnis von Verbraucherleitbild und Kapitalanleger *Buck-Heeb*, *ZHR* 176 (2012), 66; *Wagner*, *BKR* 2003, 649 (652); zum Verbraucherleitbild der EIOPA-Verordnung *Dreher*, *VersR* 2013, 401 (410); das Anlegerleitbild des Kapitalmarktrechts mit dem Wettbewerbsrecht kontrastierend *Klöhn*, *ZHR* 172 (2008), 388 (391 f.).
- 24 *Erta/Hunt/Ischenko/Brambley*, *FCA Occasional Paper No. 1*, April 2013. Überblick gerade mit Blick auf Rückwirkungen für den Anlegerschutz bei: *Chater/Huck/Inderst*, *Consumer Decision Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*, 2010, S. 5, 8 ff., 23 ff. Allgemeiner Rezeption der Forschungsrichtung in Deutschland etwa bei: *Eidenmüller*, *JZ* 2011, 814 (816 f.); *Klöhn*, 10 *EBOR* (2009), 437 (439 f.); *Langenbucher*, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl. 2015, § 1 Rz. 30 ff.; *Möllers/Hailer*, *ZBB* 2012, 178 (186 f.); *Mülbert*, *ZHR* 177 (2013), 160 (169 ff.).
- 25 Europäische Kommission, *Das Verbraucherbarometer*, SEK(2011) 1271 endgültig, 6. Ausgabe, Oktober 2011, S. 8 („investment, pensions, securities markets“ an letzter Stelle mit Blick auf „market performance“, „comparability“ und „overall satisfaction“; immerhin auf drittletzter Stelle vor Hypotheken, Immobilien und Gebrauchtwagenhandel was „trust“ betrifft).

warum die breitgefächerte Direktinvestition aller Anlegergruppen am Finanzmarkt, welche ökonomische Modelle unterstellen, mit der Realität nur in geringem Umfang korrespondiert.<sup>26</sup> Den auf Informationsangebote und Transparenz vertrauenden Initiativen werden die Probleme des „information overload“ entgegengehalten.<sup>27</sup>

### b) *Marktrational-pessimistisch*

In Reaktion hierauf finden sich heute zunehmend marktrational-pessimistische Anlegermodelle. Hierhin gehören Theorien, die zwar viele der Grundannahmen über die auf lange Sicht zu erwartende Effizienz von Kapitalmärkten teilen, mit Blick auf die beschriebene Empirie aber weniger optimistisch sind, was die tatsächlich beobachtbare Anlegerentscheidung betrifft.<sup>28</sup> Besonderes Augenmerk wird deshalb auf Intermediäre gelegt, die Marktineffizienzen beheben und Rationalitätsdefizite der Anleger zu überwinden helfen. Die Betonung der Privatautonomie wird durch die Notwendigkeit von Aufklärung und Beratung samt korrespondierender Haftung flankiert.

### c) *Paternalistisch-bedürftig*

Einen bereits im Grundsatz abweichenden Standpunkt nehmen Vertreter paternalistischer Anlegerleitbilder ein. Weder die Effizienz von Kapitalmärkten noch die Rationalität in der Entscheidungsfindung einer hinreichenden Anzahl von Anlegern scheint Anhängern dieser Schulen hinreichend belegt zu sein, um auf dieser Basis normative Schlussfolgerungen ziehen zu können. An die Stelle eigenverantwortlicher Entscheidungsfindung auf effizienten Märkten tritt deren Nachjustierung durch unterschiedliche Regelgeber. Ihr Augenmerk richtet sich auf die Notwendigkeit des Schutzes von Anlegern vor irrationalen Entscheidungen. Die „richtige“ Entscheidung wird gesetz-

26 Erklärungsversuche etwa bei: *Barberis/Huang/Thaler*, *The American Economic Review* 2006, 1069 („narrow framing“-Effekte); *Grinblatt/Keloharju/Linnmainmaa*, 66 *The Journal of Finance* (2011), 2121 (nur Private mit hohem IQ investieren); *Guiso/Sapienza/Zingales*, 63 *The Journal of Finance* (2008), 2557 (Vertrauensverluste führen zur Abnahme von Investitionen Privater).

27 *Chater/Huck/Inderst* a.a.O. (Fn. 24) S. 51 f., 231; *Eidenmüller*, *JZ* 2011, 814 (816); *Mülberr*, *ZHR* 177 (2013), 160 (187); *Möllers/Kernchen*, *ZGR* 2011, 1 ff.; *Koch*, *BKR* 2012, 485 (486); *Schön* in: *FS Canaris*, 2007, S. 1191, 1211; *Stahl*, *Information Overload am Kapitalmarkt*, 2012.

28 Siehe beispielsweise *Klöhn*, 10 *EBOR* (2009), 437 (438 f.); *Möllers/Poppele*, *ZGR* 2013, 437 (447 ff., 456 ff.) (homo oeconomicus „light“); *Möllers* in: *FS Hopt*, 2010, S. 2247 ff.; *Moloney*, *How to protect investors*, 2010, S. 30 ff., 53 ff.; dies., 63 *CLP* (2010), 375 (391 ff.); mit etwas anderer Ausrichtung dies., 13 *EBOR* (2012), 169 (172 ff.); *Mülberr*, *ZHR* 177 (2013), 160 (181); auch *Schnauder*, *JZ* 2013, 120 (128 f.); am Beispiel des Prospektrechts *Kalss*, *ZBB* 2013, 126 (128 f.); siehe auch *Bydlinski*, *Bankarchiv* 2013, 463; ders., *Bankarchiv* 2012, 797.