

Regulierung der Anlageberatung und behavioral finance

- Anlegerleitbild: homo oeconomicus vs. Realität -

Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades

doctor iuris (Dr. iur.)

vorgelegt dem Fakultätsrat der Rechtswissenschaftlichen
Fakultät

der Friedrich-Schiller-Universität Jena

von Robert Eberius (Ass. iur, LL.M.)

Gutachter:

1. Gutachter (Referent): Universitätsprofessor Dr. Walter Bayer
2. Gutachter (Koreferent): Universitätsprofessor Dr. Christoph Ohler, LL.M. (Brügge)
3. Prüfer: Universitätsprofessor Dr. Dr. h.c. Heiner Alwart

alle: Friedrich-Schiller-Universität Jena

Disputation: 26. Februar 2013

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Gegenstand der Arbeit.....	1
A. Problemaufriss.....	1
B. Aufbau der Arbeit.....	3

Kapitel 2

Anlageberatung.....	5
A. Einführung und Begriff der Anlageberatung.....	5
B. Aufsichtsrechtliche Grundlagen und inhaltliche Anforderungen.....	7
I. WpHG.....	7
1. Einführung.....	7
2. Für alle Wertpapierdienstleistungen gültige Wohlverhaltens pflichten, §§ 31 Abs. 1 – 3a WpHG.....	8
3. Spezielle Wohlverhaltenspflichten im Rahmen der Anlage beratung, § 31 Abs. 4 WpHG.....	11
4. Kundenklassen und Einfluss auf den Umfang der Wohlverhaltens pflichten.....	12
II. WpDVerOV.....	14
C. Zivilrechtliche Grundlagen und inhaltliche Anforderungen. 15	15
I. Rechtsgrundlagen.....	15
II. Zivilrechtliche Pflichten des Anlageberaters.....	16
1. Einführung.....	16
2. Anlegergerechte Beratung.....	17
3. Objektgerechte Beratung.....	18
III. Absenkung des zivilrechtlichen Schutzniveaus wegen einer vollharmonisierenden Wirkung der MiFID?.....	22
D. Interessen der beteiligten Parteien.....	23
I. Einführung.....	23
II. Anlageinteressent.....	24

III. Anlageberater.....	24
E. Phasen der Anlageberatung.....	25
Kapitel 3	
Bedeutung eines gesetzgeberischen Anlegerleitbildes im Rahmen der zivilrechtlichen Ansprüche bei der Anlageberatung.....	28
A. Einführung.....	28
B. Anlegerleitbild.....	28
I. Definition.....	28
II. Relevanz eines gesetzgeberischen Leitbildes für zivilrechtliche Ansprüche im Allgemeinen.....	30
III. Bedeutung des aufsichtsrechtlichen Anlegerleitbildes für vertragliche Ansprüche bei der Anlageberatung.....	32
1. Einfallstor: konkludente Beratungsverträge.....	32
2. Ausstrahlungs- bzw. konkretisierende Wirkung der aufsichts rechtlichen Wohlverhaltenspflichten.....	33
C. Zusammenfassung.....	35
Kapitel 4	
Ist der homo oeconomicus Grundlage des Anlegerleitbildes?.....	36
A. These vom homo oeconomicus basierten Anlegerleitbild und Zweck des Beweises.....	36
B. Das homo oeconomicus-Modell.....	36
I. Ökonomik und Rechtswissenschaft.....	36
II. Grundannahmen des homo oeconomicus-Modells.....	38
C. Suche nach dem Anlegerleitbild im Anlegerschutzkonzept des Gesetzgebers.....	41
I. Relevanz des verwirklichten Anlegerschutzmodells.....	41
II. Grundlegendes zum Anlegerschutz: Gesetzgeberische Gründe, Anlegerrisiken & Schutzmodelle.....	42

1. Gründe für Anlegerschutz.....	42
2. Risiken bei der Anlageberatung.....	44
a) Einführung.....	44
b) Traditionelle Kapitalmarktrisiken: Informationsrisiko.....	44
c) Verhaltensrisiko (behavioral risk).....	45
3. Anlegerschutzmodelle.....	46
a) Einführung.....	46
b) Wettbewerbsmodell.....	46
c) (Paternalistisches) Schutz- bzw. Sozialmodell.....	47
d) Informationsmodell.....	47
e) Relevante anlegerschützende Normen.....	48
D. Anlegerschutzkonzepte und Anlegerleitbild(er) anlegerschützender Normen.....	49
I. WpHG: Die Wohlverhaltenspflichten.....	49
1. Die Wohlverhaltenspflichten des WpHG 1994.....	49
2. Die Informationspflichten nach Umsetzung der MiFID.....	51
3. Die Konkretisierung der Informationspflichten durch die WpDVerOV.....	52
4. Informierungspflicht, Geeignetheit und Verständnisprüfung.....	55
5. Zwischenergebnis zum Anlegerleitbild im Rahmen der Wohlverhaltenspflichten.....	59
II. WpHG: Der „verständige Anleger“ des § 13 WpHG.....	60
III. Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG).....	64
IV. §§ 112, 113 InvG.....	66
V. §§ 50-70 Börsengesetz (BörsG) a.F.....	68
VI. WpHG: Die Dokumentationspflicht nach § 34 WpHG.....	71
VII. Die Informationsblätter nach § 31 Abs. 3a WpHG, § 42 InvG und § 13 VermAnlG.....	73
E. Zusammenfassung und Ergebnis der Gesetzesanalyse.....	77
I. Kein einheitliches Anlegerleitbild, stattdessen Anknüpfung an Anlageform.....	77
II. Tendenz zum Informationsmodell = Tendenz zur Prämisse des homo oeconomicus.....	78

Kapitel 5

behavioral finance-Erkenntnisse für die Anlageberatung.....80

A. Begriff und Grundlagen.....	80
I. Einführung.....	80
II. Grundannahmen der behavioral finance.....	82
1. Bounded rationality.....	82
2. Prospect theory.....	84
3. Kontrollbedürfnis (locus of control).....	87
4. Streben nach Dissonanzfreiheit.....	90
5. Selbstüberschätzung (overconfidence).....	92
B. Anlageberatungsrelevante Erkenntnisse.....	93
I. Einführung.....	93
II. Informationsphase.....	94
1. Abweichungen bei der Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitung.....	94
a) Einführung.....	94
b) Verfügbarkeitsheuristik (availability bias).....	95
c) Selektive Wahrnehmung.....	96
2. Urteilsverzerrungen.....	97
a) Verankerungsheuristik (anchoring).....	97
b) Repräsentativitätsheuristik.....	99
3. Praktische Konsequenzen.....	101
a) Informationsfülle und Heuristiken: information overload.....	101
b) Kontrollbedürfnis und Streben nach Dissonanzfreiheit: „Als ob“-Verhalten.....	104
c) Priming, anchoring und Co.: Beeinflussung durch die Art und Weise der Darstellung.....	105
III. Entscheidungsphase.....	106
1. Einführung.....	106
2. Selektives Entscheiden.....	106
3. Dispositionseffekt.....	107
IV. Exkurs: Abweichung des Gesetzgebers vom homo oeconomicus.....	107

C. Ausgleich oder Abschwächung der beobachteten Effekte beim Anleger.....	109
I. Einführung.....	109
II. Arbitrage.....	110
III. Lernende Anleger.....	113
D. Zwischenergebnis: der Schwachpunkt des vorherrschenden Informationsmodells.....	115
I. Nichtbeachtung des Verhaltensrisikos.....	115
II. Festhalten am und Ausweiten des Informationsmodell verschlechtert den Anlegerschutz.....	117

Kapitel 6

behavioral finance und das Anlegerleitbild des

Informationsmodells..... 119

A. Einführung.....	119
B. Bedürfnis nach einem konsistenten, realitätsnahen Anlegerleitbild.....	120
I. Grundsätzliche Probleme bei der Modellbildung.....	120
II. Konsistentes Anlegerleitbild.....	122
III. Realitätsnahes Anlegerleitbild.....	124
IV. Erkenntnisgewinn aus dem Verbraucherleitbild möglich?.....	127
1. Kleinanleger sind meist auch Verbraucher.....	127
2. Konsistentes, realitätsnahes Verbraucherleitbild?.....	129
3. Ergebnis.....	130
C. Bildung/Anpassung des Anlegerleitbildes unter Verwend- ung der behavioral finance-Erkenntnisse.....	131
I. Verhaltensmodell.....	131
II. Normative Auffüllung des Verhaltensmodells.....	133
1. Grundsätzliche Erwägungen zum behavioral finance-basierten Leitbild.....	133
a) Einführung.....	133
b) Maßgeblichkeit des durchschnittlichen Anlageinteressenten.....	134

c) Bedeutung der Vermögensanlage.....	134
d) Relevanz der Anlageberatung für die Entscheidungsfindung.....	135
e) Unterstellung grundlegender intellektueller Fähigkeiten.....	136
2. Konkretisierung der behavioral finance-Komponenten des Verhaltensmodells.....	136

Kapitel 7

Berücksichtigung der behavioral finance-Erkenntnisse

de lege lata.....	138
A. Einführung.....	138
B. Aufsichtsrechtliche Anknüpfungspunkte.....	138
I. Verständlichkeit der Informationen gemäß §§ 31 Abs. 2 und Abs. 3 WpHG.....	138
II. Produktinformationsblatt („Beipackzettel“) gemäß § 31 Abs. 3a WpHG, § 5a WpDVerOV.....	140
III. Aufklärung über Verhaltensrisiken bei der Anlageberatung gemäß § 31 Abs. 3 WpHG.....	142
IV. Verständnisprüfung im Rahmen des Geeignetheitstests nach § 31 Abs. 4, 4a WpHG.....	143
C. Zivilrechtliche Anknüpfungspunkte.....	145
I. Einführung.....	145
II. Vertragliche Anlageberatungspflichten.....	145
1. Verständlichkeit der Anlageberatung.....	145
2. Aufnahme eines § 31 Abs. 4 WpHG entsprechenden Geeignet heitstests in den (konkludenten) Vertrag.....	147
III. Kausalität und Schaden.....	149
1. Kausalität: die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens.....	149
2. Mitverschulden.....	150
IV. Verjährung: insbesondere der Verjährungsbeginn.....	152
D. Zusammenfassung.....	154

Kapitel 8

Konsequenzen für die Regulierung der Anlageberatung und der Anlageberatungshaftung de lege ferenda.....	155
A. Einführung.....	155
B. Konsequenzen für eine zukünftige Regulierungsphilosophie.....	156
I. Ausgangslage: Beibehaltung des Informationsmodells.....	156
II. Ergänzung: Liberaler Paternalismus.....	157
1. Philosophie.....	157
2. Choice architecture.....	161
C. Reduktion von Informations- und Verhaltensrisiko.....	163
I. Einführung.....	163
II. Anpassung der Informations- und Beratungspflichten.....	164
1. Aufklärung über das Verhaltensrisiko.....	164
2. Abgleich von Erklärtem und Verstandenem durch Verständnisprüfung.....	165
3. Aufklärung über den Anlageberater.....	166
4. Nach einer Anlageentscheidung: Update Verhaltensrisiko.....	168
III. Standard-Optionen, Strukturvorgaben und andere Maßnahmen zur Verbesserung der Entscheidungsqualität.....	169
1. Ergänzung der Dokumentationspflicht nach § 34 WpHG.....	169
2. Vorgeschriebenes Format und Inhalt des Produktinformationsblattes.....	170
3. Stop-Loss-Marken.....	171
IV. Erwerbsverbot für ungeeignete Finanzprodukte.....	172
D. Weitere Folgerungen aus den Erkenntnissen der behavioral finance für die Regulierung der Anlageberatung....	173
I. Stärkung der Honorarberatung.....	173
II. Finanzbildung fördern.....	175
III. Wechsel von der objektorientierten zur zielorientierten Beratung.....	176

IV. Regulierung der Anlageberater: Zulassung, Sachkundenachweis, Fortbildungsverpflichtungen, Haftpflichtversicherung.....	176
Thesen.....	178
Literaturverzeichnis.....	181

Kapitel 1

Gegenstand der Arbeit

A. Problemaufriss

Fehlerhafte Anlageberatungen und deswegen geltend gemachte Schadensersatzansprüche beschäftigen Rechtsprechung und Literatur nach wie vor in erheblichem Umfang. Bei sämtlichen Rechtsstreitigkeiten geht es im Kern stets um finanzielle Verluste der Anleger und die Frage, inwieweit der Anlageberater bzw. die Institution, für die er gegenüber dem Anleger aufgetreten ist, dafür einzustehen hat. Während ein Teil der Anleger von unter Verkaufsdruck stehenden Anlageberatern „über den Tisch gezogen“ wurde, haben andere unter Verdrängung oder in Abwesenheit grundlegender Finanzkenntnisse, Kapitalanlagen getätigt, von denen sie sowohl hohe Renditen als auch zu vernachlässigende Risiken erwarteten¹.

Im Mittelpunkt der Schadensersatzprozesse steht meist die Frage, welche Aufklärungs- und Beratungspflichten der Anlageberater hatte und ob er diesen genügte². Der BGH geht zugunsten eines Anlegers in ständiger Rechtsprechung von einer „Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens“³ aus. Danach wird ein Anleger in Kenntnis aller entscheidenden Informationen stets eine „richtige“, d.h. vernünftige und profitmaximierende Anlageentscheidung treffen. Darin äußert sich ein Grundverständnis, nach dem effektiver Anlegerschutz durch die Offenlegung aller für den Anleger notwendigen Informationen, wie z.B. über Interessenkonflikte, gewährleistet werden kann⁴. Ein ausreichend informierter Anleger ist folglich ein ausreichend geschützter Anleger.

Und weil die angebotenen Finanzinstrumente immer ausgefeilter und komplizierter sind, werden die Pflichtenkataloge der Anlageberater durch den Gesetzgeber und die Rechtsprechung immer weiter ausgedehnt bzw. konkretisiert⁵. Gleichwohl ist kein Rückgang schlechter, weil von vornherein wenig chancenreicher Investitionen durch Anleger zu verzeichnen. Nach einer Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz aus dem Jahr 2008⁶ werden sogar 50-80% aller Langzeitinvestments vorzeitig abgebrochen. Dies dürfte laut dieser Studie zum Großteil auf fehlerhafte Beratung zurückzuführen sein⁷. Die auf schlechte Anlageberatung zurückgehenden Verluste lassen sich nicht genau beziffern, man geht aber davon aus, dass Anleger pro Jahr Einbußen in der Größenordnung von 20 bis 30 Milliarden Euro hinzunehmen haben⁸.

¹ So auch die Einleitungen bei: *Wagner*, DSStR 2004, 1836 (1836) und bei *Reinelt*, NJW 2009, 1 (1).

² *Wagner*, DSStR 2004, 1836 (1836); *Reinelt*, NJW 2009, 1 (1).

³ BGH, Urt. v. 12.05.2009, Az.: XI ZR 586/07, zitiert nach *Juris LS 2*, Rdnr. 22.

⁴ BGH, Urt. v. 11.11.2003; Az.: XI ZR 21/03, ZIP 2004, 111f; BGH, Urt. 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, BKR 2007, 160; *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (68).

⁵ *Hannöver* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, § 110 Rdnr. 2f.

⁶ *Habschick/Evers*, Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen, 2008, S. 9 abrufbar unter http://www.eversjung.de/ceemes/page/show/515_private_finanzen.

⁷ *Habschick/Evers*, 2008, S. 9.

⁸ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (11) mwN; ähnliche Zahlen liegen der Studie des Verbraucherministeriums aus dem Jahr 2008 zugrunde *Habschick/Evers*, 2008, S. 12.

Die Arbeit stellt die These auf, dass die Gründe für die anhaltend hohe Zahl von Gerichtsverfahren nicht in einem immer noch unzureichenden Katalog von Aufklärungs- und Beratungspflichten zu finden sind, sondern auch in einer ungenauen gesetzgeberischen Prämisse zum tatsächlichen Anlegerverhalten begründet sein kann.

Die These besagt, dass der Gesetzgeber und die Rechtsprechung ein unzutreffendes Grundverständnis hinsichtlich des Anlegers haben, d.h. von einer falschen Modellannahme ausgehen und so systematisch ihr erklärtes Ziel des Anlegerschutzes verfehlen bzw. nur ineffizient erreichen. Grundlage der Arbeit ist die Annahme, dass das unzutreffende Verhaltensmodell bzw. Anlegerleitbild inhaltlich dem aus der Ökonomik entlehnten homo oeconomicus-Modell entspricht. Danach ist der Anleger als homo oeconomicus entsprechend der wirtschaftswissenschaftlichen rational choice theory⁹ ein stets rationaler, effizienter, gewinnmaximierender Investor¹⁰, der in Kenntnis der für ihn relevanten Informationen allein zu seinem Vorteil entscheidet¹¹. Ausgehend von dieser Annahme reicht es aus Sicht des Gesetzgebers aus, den Anleger mit allen Informationen bezüglich der in Betracht kommenden Kapitalanlage zu versorgen, um ihm so eine richtige, d.h. effiziente und seinen eigenen Gewinn maximierende Anlageentscheidung zu ermöglichen.

Die Arbeit geht der Annahme nach, dass der Anleger jedoch kein homo oeconomicus ist, sondern durchweg von einer Vielzahl von empirisch belegten Abweichungen von diesem Verhaltensmodell bestimmt wird¹². Diesbezügliche kognitionspsychologische Erkenntnisse entstammen dem Gebiet der ökonomischen Verhaltensforschung und werden unter dem Begriff behavioral law and economics gesammelt¹³. Der Forschungsbereich, der sich mit dem tatsächlichen Verhalten der Akteure auf dem Kapitalmarkt befasst, heißt behavioral finance¹⁴. Grundannahme der behavioral finance ist die Hypothese, dass alle Menschen, und damit auch alle Anleger, sich stets eingeschränkt rational verhalten und damit durchweg vom Modell des homo oeconomicus abweichen¹⁵.

Die Abweichungen des realen Anlegers vom homo oeconomicus könnten der Grund dafür sein, dass das gesetzliche Anlegerschutzkonzept nicht greift und getäuschte oder enttäuschte Anleger nach wie vor massenhaft Schadensersatzklagen erheben. Man muss sich daher die Frage stellen, ob der homo oeconomicus als Anlegerleitbild in der jetzigen Form noch tragbar ist und wenn nicht, welche Konsequenzen daraus zu ziehen sind.

B. Aufbau der Arbeit

In dieser Arbeit wird untersucht, ob für das bestehende System des Anlegerschutzes neue Maßstäbe entwickelt werden können, die eine bessere Abgrenzung zwischen (rechtlich relevanten) Täuschungen

⁹ Eidenmüller, JZ 2005, 216 (217).

¹⁰ In Anlehnung an den englischen Begriff des REMM (*resourceful, evaluating, maximizing man*): Fleischer, Behavioral law and economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht - ein Werkstattbericht in: FS Immenga, 2004, S. 575 (576); Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (10).

¹¹ Eidenmüller, JZ 1999, 53 (55).

¹² Dazu: Fleischer in: FS Immenga, 2004, S. 575 (576f).

¹³ Eidenmüller, JZ 2005, 216 (1).

¹⁴ Fleischer in: FS Immenga, 2004, S. 575 (575f.); Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 80.

¹⁵ Fleischer in: FS Immenga, 2004, S. 575 (577).

und (rechtlich irrelevanten) Enttäuschungen ermöglichen und damit einen effektiveren Anlegerschutz gewährleisten.

Dazu wird zunächst die derzeitige Regulierung mit Blick auf das hinter dem verwendeten Anlegerschutzkonzept stehende Anlegerleitbild analysiert. Die Arbeit untersucht sodann unter Heranziehung aktueller Erkenntnisse aus der wirtschaftspsychologischen Forschung, ob eine Anpassung des Anlegerleitbildes und eine damit einhergehende Änderung der Regulierungsphilosophie zu einem effektiveren Anlegerschutz führen. Ausgangspunkt ist dabei die Annahme, dass das bestehende Modell des homo oeconomicus durch die behavioral finance sinnvoll ergänzt werden kann¹⁶.

Die Arbeit beschäftigt sich zunächst mit der Frage, ob der homo oeconomicus Grundlage des Anlegerleitbildes des Gesetzgebers ist. Dabei wird eine auf den Anleger angepasste Definition auf Grundlage der ökonomischen Theorien verwendet. Dann wird anhand der vorliegenden Regulierung geprüft, ob dieses Leitbild, entsprechend der These der Arbeit, den Normen zugrunde liegt. Diese Prüfung erfolgt über den Umweg der Schutzkonzeptanalyse, weil sich aus der Art und Weise, wie der Gesetzgeber den Anlageinteressenten schützt, gut ableiten lässt, wie er dessen Verhalten einschätzt.

In einem weiteren Schritt wird dann ermittelt, ob das Anlegerleitbild mit den tatsächlichen Gegebenheiten übereinstimmt. Dabei werden zuerst die Erkenntnisse der behavioral finance dargestellt, soweit sie für den Bereich der Anlageberatung relevant sind. Anschließend wird geprüft, ob und inwieweit die Anlageinteressenten in der Realität vom gesetzlichen Anlegerleitbild abweichen. Im weiteren Verlauf wird dann an den jeweiligen Bezugspunkten zur bestehenden Regulierung begutachtet, ob eine Einbeziehung der Erkenntnisse der behavioral finance bereits de lege lata möglich ist. Weil dies nicht in ausreichendem Umfang realisierbar ist, werden anschließend Vorschläge für gesetzgeberische Maßnahmen unter Einbeziehung der Erkenntnisse der behavioral finance gemacht.

Methodisch folgt die Arbeit also einem Verständnis der Rechtswissenschaft als Realwissenschaft, die weniger die Auslegung des geltenden Rechtes beabsichtigt, als vielmehr die Realfolgen von Recht zu erklären bzw. zu prognostizieren sucht¹⁷. Ziel der Arbeit ist es, dem Gesetzgeber für den Bereich der Anlageberatung „instrumental verwertbares Handlungswissen“¹⁸ bereitzustellen¹⁹.

¹⁶ So auch: *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

¹⁷ Instruktiv zu diesem Verständnis der Rechtswissenschaft: *Eidenmüller*, JZ 1999, 53.

¹⁸ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

¹⁹ Damit ist die Arbeit auch eher als Beitrag zur Rechtssetzungswissenschaft, als zur Rechtsanwendungswissenschaft zu verstehen: *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (60); *Fleischer*, ZGR 2007, 500 (502).

Kapitel 2

Anlageberatung

A. Einführung und Begriff der Anlageberatung

Der Begriff der Anlageberatung wird aufsichtsrechtlich und zivilrechtlich unterschiedlich verstanden. Aufsichtsrechtlich, d.h. im Rahmen der anlageberatungsrelevanten Normen, ist unter dem Begriff Anlageberatung die ausdrückliche oder konkludente Empfehlung von bestimmten Finanzinstrumenten an Anlageinteressenten zu verstehen, wenn sich diese auf die Analyse der Eigenschaften, Kenntnisse, Erfahrungen, Interessen und Zielen des Anlageinteressenten stützt²⁰. Entscheidend ist dabei die fachkundige Bewertung eines möglichen Anlageobjektes durch den Anlageberater und die Abgabe einer konkreten Anlageempfehlung, mit dem Ziel, eine für den Anlageinteressenten passende Anlageentscheidung zu ermöglichen²¹.

Zivilrechtlich erfasst der Begriff neben der Empfehlung eines Anlageobjekts in dem oben dargestellten Umfang auch die Aufklärung über die allgemeinen und speziellen Chancen und Risiken des ins Auge gefassten Anlageobjektes²². In diesem Sinn wird der Begriff auch in dieser Arbeit verwendet.

Prägend für die Anlageberatung ist die Kombination von Tatsachenmitteilungen und Werturteilen des Anlageberaters²³. Einerseits informiert der Anlageberater den Anlageinteressenten über Fakten zu den in Frage kommenden Anlageobjekten. Dabei wird er die typischen Merkmale der Anlageform erklären, z.B. dass eine Aktie ein Anteil an einem Unternehmen darstellt oder dass es sich bei einer Staatsanleihe im Wesentlichen um einen Kredit an den jeweiligen Staat handelt. Er wird in concreto auf den aktuellen Preis bzw. Kurs sowie die vergangene Entwicklung der erörterten Finanzprodukte hinweisen und eine eventuelle Verzinsung erörtern²⁴. Weitere Fakten sind die Risiken, die der in Frage kommenden Anlageform gemein sind, wie z.B. das allgemeine Kursrisiko, das Währungsrisiko und gegebenenfalls das Insolvenzrisiko.

Andererseits wird bei der Anlageberatung auch eine Prognose über die künftige Entwicklung der empfohlenen Anlageform abzugeben sein. Diese ist, auf Grundlage der Fakten und unter Abwägung der dem Anlageberater bewussten anlagerelevanten Umstände, eine subjektive Einschätzung der künftigen Entwicklung²⁵. Die Tatsachen und Werturteile kulminieren schließlich in einer Empfehlung an den Anlageinteressenten, ein bestimmtes Finanzgeschäft vorzunehmen. Um eine Empfehlung handelt es sich, wenn dem Anlageinteressenten „zu einer bestimmte Handlung als in seinem Interesse liegend geraten wird“²⁶.

²⁰ Für diese Definition der Anlageberatung im WpHG: *Koller* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 31 Rdnr. 45; s.a. § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG sowie § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG.

²¹ v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 4 Rdnr. 3.

²² Grundlegend dazu das „Bond“-Urteil: BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433; siehe auch *Brandt*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, 2002, S. 90; v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 3, 17.

²³ *Brandt*, 2002, S. 90; v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 17.

²⁴ *Brandt*, 2002, S. 90; v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 17.

²⁵ *Brandt*, 2002, S. 90.

Entscheidend ist, dass nicht nur Informationen weitergegeben werden, sondern auch konkrete Vorschläge für Handlungen gemacht werden.

Die Abgrenzung zur Anlagevermittlung ergibt sich damit aus dem dortigen Fehlen der Bewertung der anlagerelevanten Informationen²⁷, wobei die Grenzen zwischen der bloßen Weitergabe von Informationen im Rahmen der Anlagevermittlung und der Bewertung dieser Informationen fließend sein dürften. Es kommt immer im Einzelfall darauf an, ob der Anlageinteressent nur werbende und anpreisende Informationen erwartet oder ob er sich eine Bewertung der in Frage kommenden Anlageform unter Zugrundelegung seiner persönlichen Verhältnisse verspricht²⁸.

Um bloße Werbemitteilungen handelt es sich schließlich, wenn lediglich standardisierte Informationen zu bestimmten Finanzinstrumenten weitergegeben werden, die sich an einen unbestimmten Personenkreis richten²⁹. Die Abgrenzung der Anlageberatung von Werbemitteilungen, wie sie von Banken in der Vorbereitung eines Effektengeschäftes vorgenommen werden, erfolgt also auch danach, ob sich die Bank zu den persönlichen Umständen des Anlegers äußert³⁰. Ist dies der Fall, betritt sie das Gebiet der Anlageberatung. Allgemein gesprochen kann man also immer dann von einer Anlageberatung ausgehen, wenn eine Bewertung einer möglichen Investitionsentscheidung erfolgt und dabei die persönlichen Umstände des Anlageinteressenten einbezogen werden.

Wenn die Rede von Anlegern und Anlageinteressenten ist, hat die vorliegende Arbeit den Klein- bzw. Privatanleger im Blick. Darunter sind vor allem natürliche Personen³¹ zu verstehen, die ihr Privatvermögen selbst am Kapitalmarkt investieren. Zwar mögen diese Anleger im Verhältnis zu institutionellen Anlegern über weniger Kapital verfügen, es sind jedoch vor allem sie, die die Gerichte anrufen und deren Verluste sich auf die genannten 20-30 Milliarden Euro pro Jahr summieren dürften. Die Kleinanleger sind es meist auch, die Literatur und Gesetzgeber im Blick haben, wenn es um (individuellen) Anlegerschutz geht. Die Anknüpfungspunkte für die Unterscheidung zwischen den Klein- bzw. Privatanlegern und anderen, vor allem institutionellen Anlegern im Gesetz, werden an passender Stelle dargestellt³².

²⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum neuen Tatbestand der Anlageberatung, 2007, S. 1.

²⁷ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 4.

²⁸ Brandt, 2002, S. 89f; v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 4.

²⁹ Ekkenga in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 254.

³⁰ Ekkenga in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 253.

³¹ Daneben muss man auch solche juristischen Personen zählen, die den Kapitalmarkt so ähnlich wie Privatpersonen nutzen, indem sie z.B. liquide Mittel kurz- und mittelfristig anlegen, ohne dass dies in irgendeiner Art zu ihrem eigentlichen Geschäft gehört. Diese juristischen Personen werden mittels Vertretung durch natürliche Personen zur Partei einer Anlageberatung. Soweit also das Anlageverhalten relevant wird, kommt es auf diese Vertreter an und deren Verhalten an. Für die Arbeit gibt es diesbezüglich also keinen Unterschied zwischen natürlichen und juristischen Personen.

³² Siehe dazu unten Kapitel 2 B. I. 4 S. 9.

B. Aufsichtsrechtliche Grundlagen und inhaltliche Anforderungen

I. WpHG

1. Einführung

Erst seit dem 01.11.2007 ist die Anlageberatung als eigenständige Wertpapierdienstleistung im Sinne des § 2 Abs. 3 WpHG aufsichtsrechtlich geregelt. Zuvor war sie lediglich als Wertpapiernebenleistung von § 3 Abs. 3a Nr. 3 WpHG a.F. erfasst. Nach § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG ist sie nun auch eine selbständige Wertpapierdienstleistung, bei deren Erbringung der Anlageberater bestimmte Pflichten (die „Wohlverhaltenspflichten“) einzuhalten hat. Inhaltlich regeln die Wohlverhaltenspflichten im Rahmen der Anlageberatung im Prinzip, wie ein Anlageberater mit dem Anlageinteressenten umzugehen hat. Personell gelten sie für sämtliche Wertpapierdienstleistungsunternehmen³³, die Anlageberatungen gewerbsmäßig erbringen, § 2 Abs. 4 WpHG i.V.m. § 1 a Abs. Nr. 1 a KWG. Anders als zuvor, ist die Pflicht zur Einhaltung dieser Wohlverhaltenspflichten nun also nicht mehr davon abhängig, dass die Anlageberatung im Zusammenhang mit einem Wertpapiergeschäft, wie z.B. dem Kauf von Wertpapieren, erbracht wird³⁴. Sie gelten daher nun bereits wenn die Anlageberatung z.B. gegen ein Honorar und nicht anlässlich oder in Vorbereitung eines Wertpapiergeschäfts beim Anlageberater selbst geschieht. Von wem die Initiative für die Anlageberatung ausgeht, ist für die Pflichten des Anlageberaters irrelevant³⁵. Die Pflicht zur Erbringung der Anlageberatung an sich ergibt sich jedoch nie aus dem WpHG. Sie kann nur aus einem privatrechtlichen Rechtsverhältnis, meist einem Anlageberatungsvertrag, entspringen³⁶.

Die Wohlverhaltenspflichten finden sich in den §§ 31f. WpHG. Für die Anlageberatung gelten neben den allgemeinen Wohlverhaltenspflichten der §§ 31 Abs. 1 – 3a WpHG³⁷, die speziellen des § 31 Abs. 4 WpHG³⁸. Die Regeln des WpHG werden durch die zu diesem Zweck geschaffene WpDVerOV³⁹ konkretisiert.

2. Für alle Wertpapierdienstleistungen gültige Wohlverhaltenspflichten, §§ 31 Abs. 1 – 3a WpHG

Für alle Wertpapierdienstleistungen gelten bestimmte Regeln, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei deren Erbringung einzuhalten hat. Für die Anlageberatung legen die allgemeinen Regeln fest, dass ein Anlageberater gegenüber dem Anlageinteressenten umfassend zur Interessenwahrung verpflichtet

³³ Mit Ausnahme der in § 2 a WpHG genannten Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

³⁴ *Beck* in: Schwark 3. Aufl., § 2 WpHG Rdnr. 39.

³⁵ *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 45.

³⁶ *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 53.

³⁷ Dazu unten Kapitel 2 B. I. 2 S. 6.

³⁸ Dazu unten Kapitel 2 B. I. 3 S. 8.

³⁹ Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-, Verhaltens- und Organisationsverordnung).

ist, § 31 Abs. 1 WpHG. Der Anlageberater hat daher dafür Sorge zu tragen, dass sich seine eigenen Interessen nicht mit denen des Kunden überschneiden. Dies kann insbesondere der Fall sein, wenn der Anlageberater eine Empfehlung allein oder vor allem deswegen abgibt, weil mit ihr eine hohe Provision verbunden ist⁴⁰. Soweit solche Interessenkonflikte nicht durch geeignete Organisationsmaßnahmen eliminiert werden können, § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, hat der Anlageberater seine Kunden eindeutig darüber aufzuklären, § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG.

Er hat dem Anlageinteressenten weiterhin bestimmte Standardinformationen zu dem ins Auge gefassten Wertpapiergeschäft zur Verfügung zu stellen. Dazu gehören u.a. Informationen zu der in Frage kommenden Anlageart, der Anlagestrategie sowie den damit jeweils verbundenen Risiken. Weiterhin muss er Angaben zu ihm selbst in seiner Funktion als Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie den Kosten der Transaktionen machen, § 31 Abs. 3 WpHG.

Der Umstand, dass die Anlageberatung nun eine eigenständige Wertpapierdienstleistung ist, hat zur Folge, dass der Anlageberater bereits in Bezug auf die Anlageberatung als solche die damit verbundenen Risiken erläutern müsste, § 31 Abs. 3 S. 1 WpHG. Er hat also dem Anlageinteressenten zu erklären, ob und welche Risiken sich für diesen bereits aus der Inanspruchnahme der Anlageberatung selbst ergeben. Damit setzt diese Pflicht bereits vor der Beratung über ein bestimmtes Anlageobjekt und die damit verbundenen Risiken an.

Wie sich aus § 31 Abs. 3 S. 3 WpHG ergibt, hatte der Gesetzgeber bei der Aufnahme der Anlageberatung in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen dies wohl nicht im Blick, denn die Regelbeispiele beziehen sich im Ergebnis vor allem auf Informationen in Vorbereitung von Effekten- und Geldmarktgeschäften. Es sind also hauptsächlich Angaben zu Finanzinstrumenten, Kosten, Ausführung von Effektingeschäften, Anlagestrategien usw. zu machen. Andere Wertpapierdienstleistungen, wie sie in § 2 Abs. 3 WpHG genannt sind, werden vernachlässigt. Insbesondere zu genuinen Risiken der Anlageberatung finden sich weder in § 31 Abs. 3 WpHG, noch in § 5 Abs. 2 Nr. 1 WpDVerOV konkrete Vorgaben⁴¹. Ob wohl also auch über die Risiken der Wertpapierdienstleistung „Anlageberatung“ aufzuklären ist, sieht zu mindest der Gesetzgeber keine Gefahren, die Regelbeispiele notwendig erscheinen lassen.

Auch in der Literatur gibt es bis dato keine Auseinandersetzung mit der Frage, ob eine Aufklärung über Risiken der Anlageberatung an sich notwendig ist und welcher Umfang nötig wäre⁴². Über die Gründe lässt sich nur spekulieren, aber man kann wohl davon ausgehen, dass bisher kein Bewusstsein für solche Risiken besteht. Ob dies der Sachlage gerecht wird (insbesondere in Bezug auf die Gefahren, die sich aus einer beschränkten Informationsverarbeitungskapazität der Anlageinteressenten ergeben), wird im weiteren Verlauf der Arbeit geklärt⁴³.

Derzeit darf der Anlageberater jedenfalls von einem rationalen Anlageinteressenten ausgehen, der „nach vernünftigem Ermessen“ eine Entscheidung trifft⁴⁴. Und obgleich der Anlageberater zumindest im Rahmen des Interessenwahrungsgebots verpflichtet ist, auf die individuellen Interessen des jeweiligen

⁴⁰ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 9.

⁴¹ Der den Wortlaut der zugrundeliegenden Durchführungsrichtlinie zur MiFID 2006/73/EG wortgleich umsetzt.

⁴² Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 34 geht in Bezug auf die Risiken im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen auch nur auf Effektingeschäft u.ä. ein; *Rothenhöfer* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 S. 198f; *Grundmann* in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn 2. Aufl., § 31 S. VI238.

⁴³ Siehe dazu unten Kapitel 5 S. 57f.

⁴⁴ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 31; siehe dazu Kapitel 4 S. 26f.

Kunden Rücksicht zu nehmen⁴⁵, darf die Aufklärung über die möglichen Interessenkonflikte und die da gegen eingeleiteten Maßnahmen in standardisierter Form und bereits vor Beginn der eigentlichen Anlageberatung erfolgen⁴⁶. Auch die Pflichtinformationen nach § 31 Abs. 3 WpHG müssen nicht in individualisierter Art und Weise dargestellt werden. Stattdessen kann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf den „Durchschnittskunden“ abstellen und Anlageinteressenten die Pflichtinformationen in standardisierter Form zukommen lassen⁴⁷. In Bezug auf den anzulegenden Maßstab unterscheiden sich die Pflichten nach § 31 Abs. 3 WpHG von den speziell auf die Anlageberatung bezogenen Pflichten des § 31 Abs. 4 WpHG⁴⁸.

Die Informationen nach § 31 Abs. 3 WpHG sind dem Anlageinteressenten jedenfalls rechtzeitig, in angemessenem Umfang und verständlich aufbereitet zur Verfügung zu stellen. Insbesondere die Pflicht zur verständlichen Darstellung ist für die hier zu klärenden Fragen nach den Anforderungen an die Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungskapazitäten der Anlageinteressenten von Bedeutung. Nach § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV⁴⁹ ist nicht der individuelle Anlageinteressent maßgeblich, sondern der Verständnishorizont eines „durchschnittlich informierten, in vernünftigem Maße aufmerksam und verständigen“ Durchschnittskunden⁵⁰.

3. Spezielle Wohlverhaltenspflichten im Rahmen der Anlageberatung, § 31 Abs. 4 WpHG

Neben den allgemeinen Pflichten, ist der Anlageberater auch zu speziellen, auf die Anlageberatung bezogenen, Verhaltensweisen verpflichtet. Er muss sich zunächst über die Kenntnisse und Erfahrungen des Anlageinteressenten im Zusammenhang mit Wertpapieren und Anlagegeschäften, seinen Zielen und Wünschen zum Ergebnis der angestrebten Anlage sowie über seine finanziellen Verhältnisse erkundigen, um so ein geeignetes Anlageobjekt (Finanzinstrument⁵¹) empfehlen zu können⁵².

Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob einerseits die individuellen Ziele und Risikoneigungen des Kunden beachtet werden, und andererseits, ob anhand der zu erfragenden Kenntnisse und Fähigkeiten eine Empfehlung ausgesprochen wird, deren Risiko der Anleger verstehen kann, § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG⁵³. Dabei kann sich der Anlageberater nicht darauf berufen, dass er dem Anlageinteressenten bereits Informationen über spezielle Risiken zur Verfügung gestellt hat, wenn diese Informationen so dargestellt sind, dass sie sich an Durchschnittskunden richten und der betreffende Anlageinteressent erkennbar nicht zum Kreis der Durchschnittskunden zählt⁵⁴. Die Abfrage der Informationen zu den Umständen des Anlageinteressenten kann allerdings in Form von Fragebögen erfolgen. Diese müssen, soweit sie

⁴⁵ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 6.

⁴⁶ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 10.

⁴⁷ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 31.

⁴⁸ Dazu sogleich unter 3.

⁴⁹ Zur WpDVerOV siehe dazu unten Kapitel 4 D. I. 3. S. 37f.

⁵⁰ Rothenhöfer in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 Rdnr. 112; Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 14.

⁵¹ Unter den Begriff Finanzinstrument fallen neben Wertpapieren gemäß § 1 Abs. 2a WpHG auch Geldmarktinstrumente, Derivate sowie Recht auf Zeichnung von Wertpapieren.

⁵² Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 46f.

⁵³ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 49.

⁵⁴ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 49.

Auswahlmöglichkeiten vorsehen, ausreichend differenzierte Antworten zulassen⁵⁵. Soweit der Anlageberater die nach § 31 Abs. 4 WpHG einzuholenden Informationen des Anlageinteressenten nicht erlangt, darf er keine Empfehlung abgeben, § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG. Dasselbe gilt, wenn die erlangten Informationen evident falsch sind⁵⁶. „Evident falsch“ bedeutet aber auch, dass der Anlageberater nicht verpflichtet ist, die Angaben des Anlageinteressenten zu überprüfen. Es obliegt ihm jedoch, widersprüchliche und unklare Angaben durch präzisere Fragen aufzuklären⁵⁷. Sofern also unzutreffende Angaben gemacht werden, die aber nicht evident falsch sind, gehen die mit einer darauf basierenden ungeeigneten Empfehlung einhergehenden Nachteile zu Lasten des Anlageinteressenten, § 31 Abs. 6 WpHG. Seit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AFG)⁵⁸ vom 05.04.2011 ist nun in § 31 Abs. 4a WpHG ausdrücklich (die Selbstverständlichkeit⁵⁹) klargestellt, dass nur geeignete Finanzinstrumente auch empfohlen werden dürfen.

Im Rahmen der Wohlverhaltenspflichten nach § 31 WpHG gibt es also unterschiedliche Maßstäbe für die Art und Weise der Darstellung von Information sowie den Verständnishorizont. Informationen nach § 31 Abs. 1 und Abs. 3 WpHG dürfen in standardisierter Form weitergegeben werden und richten sich an einen Durchschnittsanleger. Informationen nach § 31 Abs. 4 WpHG sind dagegen grundsätzlich auf den jeweiligen Anlageinteressenten zu individualisieren.

4. Kundenklassen und Einfluss auf den Umfang der Wohlverhaltenspflichten

Durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz⁶⁰ (FRUG) wurde ein dreistufiges System der Anlegerklassifizierung ins WpHG eingeführt, welches Einfluss auf Umfang und Qualität der Aufklärung und Beratung auf Grundlage der Wohlverhaltenspflichten hat⁶¹. Die Klassen wurden nach der unterstellten Schutzbedürftigkeit unterschiedlicher Anlegerkreise gebildet⁶². Dabei gilt die Vermutung, dass die jeweilige Schutzbedürftigkeit mit steigender Professionalität sinkt. Im WpHG werden die „Anleger“ als „Kunden“ bezeichnet, weil nicht alle Kunden auch investieren, d.h. zu Anlegern werden⁶³.

Eingeteilt werden die Kunden (Anleger) in die als höchst schutzbedürftig angesehenen Privatkunden (d.h. Kleinanleger)⁶⁴, die weniger schutzbedürftigen professionellen Kunden und die (unglücklich bezeichneten⁶⁵) geeigneten Gegenparteien⁶⁶, § 31a Abs. 2 - 4 WpHG. Der Grad der Professionalität knüpft allein an äußerliche Merkmale an, § 31a Abs. 2 - 4 WpHG. Wie sich aus dem Katalog des § 31a Abs. 2 er

⁵⁵ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 50.

⁵⁶ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 50–52.

⁵⁷ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 50.

⁵⁸ BGBl. I, 2011, S. 538.

⁵⁹ In diesem Sinne schon: Mülbart, WM 2007, 1149 (1155).

⁶⁰ BGBl. I, 2007, S. 1331f.

⁶¹ Welches seinerseits auf den entsprechenden Vorgaben der Erwägungsgründe 44, 45 und der Art. 35, 36 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID basiert.

⁶² Ekkenga in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 124.

⁶³ Buck-Heeb, ZHR 2012, 66 (71).

⁶⁴ Das WpHG verwendet den Begriff „Privatkunden“ (*retail clients*). Dabei weicht es von der Begriffsbestimmung des Art. 4 (1) Nr. 12 MiFID ab, dort werden alle nicht-professionellen Kunden als „Kleinanleger“ bezeichnet. In dieser Arbeit wird angesichts der Austauschbarkeit der Bezeichnungen, der griffigere Begriff „Kleinanleger“ verwendet.

⁶⁵ Ekkenga in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 125.

⁶⁶ Bei welchen es sich im Grunde nur um eine Unterform der professionellen Anleger handelt, mit denen ihnen gemeinsam ist, dass sie hohe Geldbeträge bewegen, § 31a Abs. 2-4 WpHG.

gibt, kommen als geborene professionelle Kunde zunächst nur Unternehmen und institutionelle Anleger in Betracht. Alle anderen, insbesondere die große Masse der Privatpersonen, die sich im Rahmen einer Anlageberatung beraten lassen, fallen unter den Begriff der Privatkunden, § 31a Abs. 3 WpHG. Das Gesetz trifft bei der Einstufung zunächst eine verbindliche Regelung, wer welcher Kundenklasse angehört. Ausgehend von dieser Einteilung, besteht die Möglichkeit, sich in eine der anderen Klassen herauf- oder herunterstufen zu lassen, § 31a Abs. 5-7 WpHG.

Bedeutung erlangt die unterschiedliche Einteilung im Rahmen der Anlageberatung durch § 31 Abs. 9 WpHG, welcher eine Absenkung der Informations- und Beratungspflichten für professionelle Kunden vorsieht. Danach kann bei diesen davon ausgegangen werden, dass sie die erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten besitzen, um die von ihnen eingegangenen Risiken richtig einschätzen zu können⁶⁷.

Zu beachten ist bei dieser Unterscheidung aber, dass auch professionelle Kunden (d.h. meist Unternehmen) letztlich durch ihre gesetzlichen Vertreter, d.h. natürliche Personen, handeln. Soweit es hier auf die menschliche Informationsverarbeitungskapazität und deren Abbild im Gesetz ankommt⁶⁸, ergeben sich für diese Arbeit also keine Unterschiede zwischen Anlegern die natürlichen Personen sind und solchen, bei denen es sich um juristische Personen handelt. Dies gilt sowohl in Bezug auf die Unterscheidung zwischen professionellen Kunden (Anlegern) und Privatkunden (Kleinanlegern), als auch hinsichtlich der Unterteilung der Kleinanleger.

II. WpDVerOV

Die WpDVerOV dient der weiteren nationalen Umsetzung der Durchführungsrichtlinie zur MiFID (DRIL)⁶⁹ und legt sowohl den Rahmen zur Ausfüllung der allgemeinen Normen des WpHG als auch spezielle Vorgaben zur Auslegung der anlageberatungsrelevanten Normen fest. Sie ist daher stets als erste Auslegungshilfe und -vorgaben zur Interpretation sämtlicher Wohlverhaltenspflichten des WpHG heranzuziehen.

Geregelt wird z.B. in § 5 WpDVerOV, welche Informationen dem Anlageinteressent gemäß § 31 Abs. 3 WpHG zur Verfügung zu stellen sind und wie genau etwa die mit einem bestimmten Finanzinstrument verbundenen Risiken dargestellt werden müssen. Festgelegt wird unter anderem auch, auf welche Art und Weise bestimmte Informationen im Rahmen einer Anlageberatung dargestellt werden müssen. So ist z.B. normiert, dass Vorteile eines Finanzproduktes nur dann hervorgehoben werden dürfen, wenn gleichzeitig auch auf die damit einhergehenden Risiken hingewiesen wird, § 4 Abs. 2 WpDVerOV. Geregelt ist ebenso, unter welchen Voraussetzungen auf frühere Wertentwicklungen eines Finanzinstruments im Rahmen der Anlageberatung eingegangen werden darf bzw. muss, § 4 Abs. 4-6 WpDVerOV. Dies betrifft z.B. die Situation, in der ein Anlageberater einem Anlageinteressenten eine Aktie ans Herz legt, die erst kürzlich im Kurs gestiegen ist. Den dargestellten Zeitraum des dabei verwendeten Charts darf der Anlageberater nicht nach Gutdünken bestimmen, da es ihm andernfalls leicht möglich ist, gera

⁶⁷ § 31 Abs. 9 WpHG lautet: „Bei professionellen Kunden [...] ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen seiner Pflichten nach Absatz 4 berechtigt, davon auszugehen, dass sie für die Produkte, Geschäfte oder Dienstleistungen, für die sie als professionelle Kunden eingestuft sind, über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit den Geschäften [...] einhergehenden Risiken zu verstehen [...]“.

⁶⁸ Siehe dazu ausführlich Kapitel 5 S. 57f.

⁶⁹ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission.

de solch einen Ausschnitt aus der Vergangenheit zu verwenden, in welchem der Chart einen scheinbar klaren Aufwärtstrend verzeichnet.

C. Zivilrechtliche Grundlagen und inhaltliche Anforderungen

I. Rechtsgrundlagen

Die aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten regeln zwar den Inhalt von Anlageberatungen, sie begründen jedoch keinen Anspruch des Anlageinteressenten auf Erbringung von Beratungsleistungen. Dieser Anspruch ist stets zivilrechtlicher Natur und folgt entweder aus einem Anlageberatungsvertrag, vertraglichen Nebenpflichten nach § 241 Abs. 2 BGB zum Effektengeschäft⁷⁰ oder vorvertraglichen Schutzpflichten⁷¹.

Meist wird ein konkreter Anlageberatungsvertrag nicht durch die schriftliche Fixierung von Rechten und Pflichten geschlossen, sondern konkludent durch die Aufnahme eines Beratungsgesprächs⁷². Rechtsgrundlage ist seit 1993 die „Bond“-Rechtsprechung des BGH⁷³, wonach ein stillschweigen der bzw. konkludenter Anlageberatungsvertrag dann zustande kommt, wenn die Beratung für den Anlageinteressenten erkennbar von erheblicher Bedeutung ist, Grundlage einer Vermögensdisposition sein soll und der Berater sich als sachkundig geriert oder ein eigenes wirtschaftliches Interesse (z.B. Provisionen oder Honorar) hat⁷⁴. Dabei ist es egal, ob der Berater an den Anlageinteressenten oder dieser an den Berater herantritt⁷⁵.

Ein Anspruch auf ordnungsgemäße Beratung unter Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten des WpHG kann sich gemäß § 241 Abs. 2 BGB auch als Nebenpflicht beim Erwerb von Finanzinstrumenten ergeben. Schließlich wird teilweise vertreten, dass sich eine Pflicht zur fehlerfreien Anlageberatung auch aus einer bestehenden Geschäftsverbindung⁷⁶ oder bereits aus vorvertraglich entgegengebrachtem Vertrauen (culpa in contrahendo) ergeben kann⁷⁷.

Für die vorliegende Arbeit kommt es jedoch nicht darauf an, wie die Pflichten begründet werden, sondern darauf, wie diese inhaltlich ausgestaltet sind und welche Prämissen zum Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten des Anlageinteressenten zugrunde liegen. Denn unabhängig von der herangezogenen Rechtsgrundlage, stimmen die Pflichten inhaltlich überein⁷⁸.

⁷⁰ Das Effektengeschäft ist der Vertrag zum Erwerb von Finanzinstrumenten (=Effekten). Dabei kann es sich entweder um ein Festpreisgeschäft oder um ein Kommissionsgeschäft handeln. Roth in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 11 Rdnr. 2.

⁷¹ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 1997, §§ 11 Rdnr. 62; v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 7f.; Roth in: Assmann/Schütze, 2007, § 11 Rdnr. 2.

⁷² Umfassend zum Zustandekommen und auch zur Kritik an der Konstruktion eines Vertrages: Buck-Heeb, ZHR 2012, 66; v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 10.

⁷³ „Bond“-Urteil: BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433.

⁷⁴ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 10.

⁷⁵ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 11.

⁷⁶ Übersicht dazu bei: Brandt, 2002, S. 81, der die Notwendigkeit selbst aber ablehnt.

⁷⁷ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 14f; Brandt, 2002, S. 84.

⁷⁸ So auch: Hofmann, Aufklärung und Anlageberatung, 2007, S. 69.

II. Zivilrechtliche Pflichten des Anlageberaters

1. Einführung

Mangels einschlägiger gesetzlicher Bestimmungen war die inhaltliche Ausgestaltung der Anlageberatungspflichten zunächst allein der Rechtsprechung überlassen. Immer noch grundlegend dafür ist das erwähnte „Bond“-Urteil⁷⁹, welches das Begriffspaar von der anleger- und objektgerechten Anlageberatung prägte⁸⁰. Das Urteil erging kurz bevor die EG-Wertpapierrichtlinie 93/22/EWG⁸¹ in Deutschland umgesetzt wurde. Zwar hielten erst damit die Wohlverhaltenspflichten Einzug in deutsches Recht⁸²; die Entscheidung richtet sich aber bereits inhaltlich und terminologisch an den Bestimmungen dieser Richtlinie aus⁸³. Damit hatte der BGH bereits 1993 den wesentlichen Gleichlauf von aufsichtsrechtlichen Regelungen und Rechtsprechungsregeln vorgegeben⁸⁴.

Für sämtliche Aspekte der anleger- und objektgerechten Beratung gilt, dass die Angaben des Anlageberaters richtig und vollständig sein müssen, sowie in einer für den Anlageinteressenten verständlichen Art und Weise vermittelt werden⁸⁵. Das Gebot der verständlichen Darstellung aller Informationen wird, trotz ihrer Selbstverständlichkeit, von der Rechtsprechung stets betont⁸⁶. Während es im Rahmen der Aufklärungspflichten des § 31 Abs. 3 WpHG dabei auf den „Horizont eines durchschnittlich informierten, in vernünftigem Umfang aufmerksamen und verständigen Privatkunden“⁸⁷ ankommt, hat sich das vertragliche Verständlichkeitsgebot am individuellen Anlageinteressenten auszurichten⁸⁸.

2. Anlegergerechte Beratung

Die Anlageberatung soll eine eigenverantwortliche Entscheidung des Anlageinteressenten vorbereiten. Dazu muss er in die Lage versetzt werden, die Konsequenzen einer Anlageentscheidung richtig bewerten zu können⁸⁹. Er muss sich über Chancen und Risiken im Klaren sein. Ausgangspunkt der Beratung ist nach den Vorgaben des BGH der individuelle Anlageinteressent, d.h. seine konkreten Kenntnisse, Fähigkeiten, Risikopräferenzen und Anlageziele⁹⁰.

Eine anlegergerechte Beratung kann folglich nicht schematisch erfolgen, sondern hat sich stets nach den Umständen des Einzelfalls zu richten⁹¹. Zu den zu beachtenden individuellen Merkmalen des

⁷⁹ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433.

⁸⁰ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 54.

⁸¹ Die Richtlinie ist die „Vorgänger-Richtlinie“ zur Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente RL 2004/39/EG (MiFID) und wurde durch diese aufgehoben.

⁸² Siehe dazu auch unten Kapitel 4 D. I. 1. S. 35.

⁸³ Brandt, 2002, S. 91.

⁸⁴ Brandt, 2002, S. 91.

⁸⁵ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) bb) der Gründe.

⁸⁶ So bereits im Bond-Urteil des BGH vom 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter 2. a) bb) der Gründe.

⁸⁷ So § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV, dazu: Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 14 mwN.

⁸⁸ Roth in: Assmann/Schütze, 2007, § 11 Rdnr. 81; Brandt, 2002, S. 93.

⁸⁹ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 35.

⁹⁰ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) ff. der Gründe.

⁹¹ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) der Gründe.

Anlageinteressenten zählen sein Wissensstand über die Art des in Betracht kommenden Anlagegeschäfts, sowie seine individuelle Risikobereitschaft⁹². Außerdem sind seine finanzielle Situation, sprich Einkommen und Vermögen, aber auch der Beruf und Ausbildung, sowie die steuerlichen Belange zu berücksichtigen⁹³. Zu berücksichtigen ist weiterhin, welche Erfahrungen der Anlageinteressent mit dem betreffenden Anlageobjekten hat und welche Ziele er mit dem Anlagegeschäft verfolgt⁹⁴. Die zivilrechtliche Explorationspflicht liegt damit auf einer Linie mit der Pflicht zur Einholung von Kundenangaben nach § 31 Abs. 4 WpHG. Problematisch ist dabei jedoch, dass die Ziele des Anlageinteressenten oftmals nicht leicht feststellbar sind, da er in der Praxis oftmals nur diffuse Vorstellungen hat⁹⁵. Am liebsten wäre ihm meist eine Kombination aus hoher Sicherheit des Anlageobjekts und einer über den Zinssätzen für Staatsanleihen liegenden Rendite⁹⁶. Viele Anleger haben sich im Grunde genommen nie systematisch Gedanken über ihre Präferenzen und deren Wichtigkeit gemacht⁹⁷.

Erschwert wird die Einhaltung des Gebotes der anlegergerechten Beratung im Übrigen noch da durch, dass auch bei festgestellten Zielen und Präferenzen keineswegs klar ist, mit welchen Finanzinstrumenten und Anlagestrategien man diese umsetzen darf⁹⁸. Einem 30-jährigen der eine sichere Anlage zur Altersvorsorge wünscht, könnten sowohl Einzelanlagen empfohlen werden, die sicher sind, als auch langfristige Anlagestrategien, die dabei auf riskante Finanzinstrumente setzen⁹⁹. Denn auch diese können nach manchen Portfoliotheorien als risikoarm einzustufen sein, da sie bei einer Anlagedauer von mehr als 30 Jahren ausreichend sicher sind¹⁰⁰. Auch hochspekulative Finanzinstrumente können sich in Kombination als sicher erweisen, etwa wenn sowohl Optionsscheine auf ein Steigen des Marktes erworben werden, als auch solche, die auf ein Sinken der Kurse setzen¹⁰¹. Im Ergebnis kann dies so gestaltet werden, dass der Anlageinteressent nur das Insolvenzrisiko der Emittentin trägt. Eigentlich wären Optionsscheine per se spekulativ und dürften somit nicht an sicherheitsorientierte Anlageinteressenten empfohlen werden. In der oben genannten Kombination, sprich mit einer entsprechenden Anlagestrategie, kann das aber anders aussehen.

3. Objektgerechte Beratung

Meist wird entweder der Anlageberater oder der Anlageinteressent eine bestimmte Anlageform oder bereits ein konkretes Anlageobjekt zur Diskussion stellen. Dieses muss den unter dem Stichwort „anlegergerechte“ Beratung abgefragten individuellen Merkmalen des Anlageinteressenten entsprechen. Der Anlageberater muss also, gleich welches Anlageobjekt ins Auge gefasst ist, die besonderen Umstände in der Person des Anlegers ins Verhältnis zu den Chancen und Risiken des Anlageobjekts setzen. Der Anlageberater muss beim Beratungsgespräch alle Eigenschaften und Risiken des Anlageobjekts wahrheitsgemäß darstel

⁹² BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) aa) der Gründe.

⁹³ Brandt, 2002, S. 99f.

⁹⁴ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) aa) der Gründe.

⁹⁵ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 34.

⁹⁶ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 34.

⁹⁷ Jungermann/Belting, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (245f).

⁹⁸ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 34.

⁹⁹ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 34.

¹⁰⁰ Hannover in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rdnr. 34.

¹⁰¹ Dazu: Berrar, BKR 2002, 188.

len, die für die jeweilige Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein könnten¹⁰². Entscheidend ist dabei nicht, dass jede Aussage im Detail korrekt ist, sondern dass das Gesamtbild des Anlageobjekts, wie es sich unter Auswertung der vorhandenen und relevanten Informationen darstellt, zutreffend ist¹⁰³. Der Anlageberater hat sich bei seiner Beratung stets aktueller Informationen zu bedienen und diese auch auf dem neuesten Stand zu halten¹⁰⁴. Kann er dies nicht, muss er dies offenbaren und deutlich machen, dass er Informationslücken hat und eine vollständige Beratung nicht leisten kann¹⁰⁵.

Bei der Beratung sind zunächst die allgemeinen Risiken und Chance (z.B. die generelle Entwicklung der Wirtschaft oder der Börse) und die besonderen Risiken und Chancen der gewählten Anlageform (z.B. das grundsätzliche Kursrisiko bei börsengehandelten Aktien) darzustellen¹⁰⁶. Gerade in Bezug auf letztgenannte Risiken kann eine objektgerechte Beratung bereits erheblichen Umfang annehmen. Wenn nämlich z.B. Zertifikate¹⁰⁷ angeboten werden, ist deren genaue Funktionsweise zu erläutern, da diese dem durchschnittlichen Anlageinteressenten nicht vertraut sein dürfte¹⁰⁸. Wenn es sich dann noch, wie z.B. im Fall der Lehman-Zertifikate¹⁰⁹, um ausländische Anlageobjekte handelt¹¹⁰, bestehen besonders strenge Anforderungen an die Beratung¹¹¹. Im Beispiel der ausländischen Zertifikate muss der Anlageberater in verständlicher Art und Weise über das Emittentenrisiko¹¹², die grundsätzlich bestehende Abhängigkeit des Zertifikates vom Basiswert, die Voraussetzungen des Anstiegs oder Sinkens des Kurswertes, mögliche Hebeleffekte und gegebenenfalls über die Bedeutung einer Bandbreite bei der Kursentwicklung aufklären¹¹³. Er muss über relevante „Trigger-Ereignisse“¹¹⁴ sowie die Tatsache, dass solche von einer sogenannten Berechnungsstelle¹¹⁵ verbindlich festgelegt werden, aufklären. Außerdem muss er die Besonderheiten der ausländischen Rechtsordnung oder des ausländischen Marktes erörtern, also z.B. die Frage, ob die Emittentin eines ausländischen Zertifikates der dortigen oder irgendeiner anderen Einlagensicherung un

¹⁰² BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) bb) der Gründe.

¹⁰³ Brandt, 2002, S. 92.

¹⁰⁴ Brandt, 2002, S. 92.

¹⁰⁵ Brandt, 2002, S. 96; BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) der Gründe.

¹⁰⁶ BGH, Urt. v. 06.07.1993, Az.: XI ZR 12/93, NJW 1993, 2433 unter II. 2. a) bb) der Gründe.

¹⁰⁷ Instrukтив zum Begriff der Zertifikate und ihrer Risiken: Mülbert, WM 2007, 1149; mit Bezug zu den Lehman-Zertifikaten auch: Veil, WM 2009, 1585 und Märker/Hillesheim, ZRP 2009, 65 (66).

¹⁰⁸ Ebenso: Brandt, 2002, S. 94.

¹⁰⁹ Unter dem Begriff sind die Zertifikate zusammengefasst, die durch den Zusammenbruch der Lehman-Bank am 15.09.2008 praktisch wertlos wurden. Ausführlich dazu: http://de.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers#Folgen_der_Insolvenz_in_Deutschland, abgerufen am 29.09.2010.

¹¹⁰ Emittent der in Deutschland angebotenen Zertifikate war eine niederländische Zweckgesellschaft, die ohne eigene Unternehmenssubstanz als Verkäuferin fungierte und das ihr entgegengebrachte Vertrauen im Wesentlichen nur durch eine Liquiditätsgarantie seitens ihrer US-amerikanischen Muttergesellschaft LBHI rechtfertigen konnte. Ein Einlagensicherungssystem existierte nicht. Mit Zusammenbruch der Muttergesellschaft war die Garantie nichts mehr wert und die Zweckgesellschaft insolvent. Ausführlich dazu: Märker, NJOZ 2010, 524

¹¹¹ Brandt, 2002, S. 94 mwN.

¹¹² D.h. das Risiko, dass die Gesellschaft, welche das Zertifikat ausgibt, insolvent wird und damit den Anspruch aus dem Zertifikat gegebenenfalls nicht bedienen kann.

¹¹³ Märker/Hillesheim, ZRP 2009, 65 (66).

¹¹⁴ Märker/Hillesheim, ZRP 2009, 65 (66).

¹¹⁵ Dabei handelt es sich um die vereinbarte Institution, bei der sich auch um die Emittentin der Zertifikate selbst handeln kann, die sämtliche Werte im Zusammenhang mit den Zertifikaten berechnet oder den Eintritt eines vereinbarten Ereignisses bestimmt. Vor allem aber errechnet sie auch den Rückzahlungsbetrag. Dazu auch: Märker/Hillesheim, ZRP 2009, 65 (66) und Märker, NJOZ 2010, 524 (528 Fn. 59).

terfällt¹¹⁶. Dazu kommt, dass viele Finanzprodukte mit eigenen Fachtermini beschrieben werden, die ihrerseits erklärungsbedürftig sind. So enthielt z.B. der Prospekt zu einem Lehman-Zertifikat¹¹⁷ allein 18 erklärungsbedürftige Begriffe, ohne deren Verständnis der Prospektinhalt nicht zu erfassen war¹¹⁸.

Wendet sich also z.B. ein Rentner wegen der anstehenden Neuanlage seiner bisher stets in deutschen Staatsanleihen investierten Ersparnisse an seinen Anlageberater, dann wird dieser nur mit erheblichem Beratungsaufwand Zertifikate einer ausländischen Emittentin empfehlen können¹¹⁹. Dies wird zum einen aus dem mit der objektgerechten Beratung verbundenen Aufwand resultieren, da sämtliche Eigenschaften der Zertifikate für den Anlageinteressenten neu sein dürften. Zum anderen aber vor allem aus den persönlichen Umständen, d.h. den Erfahrungen, Risikopräferenzen und Zielen des Rentners in unserem Beispiel.

Wer bisher stets in deutschen Staatsanleihen investiert war und auch in Zukunft sichere Investitionen abschließen will, für den kommen Zertifikate nur dann in Frage, wenn zum einen der Basiswert ähnlich sicher wie eine deutsche Staatsanleihe ist und zum anderen die speziellen Zertifikatsbedingungen (also z.B. Hebel, Bandbreite der Kursentwicklung des Basiswertes) einen Verlust ähnlich unwahrscheinlich erscheinen lassen, wie die vergleichbare Zahlungsunfähigkeit des deutschen Staates. Höhere Risiken einzugehen, darf der Anlageberater nur empfehlen, wenn er das höhere Risiko eindeutig darstellt und gleichzeitig in verständlicher Art und Weise über das Zustandekommen des höheren Risikos aufklärt.

Nach Darlegung der mit der ins Auge gefassten Anlageform im Allgemeinen verbundenen Risiken, sind anschließend die speziellen Risiken und Chancen des konkreten Anlageobjekts darzustellen. Hier kommt es dann darauf an, dass sich der Anlageberater in concreto mit dem in Frage kommenden Anlageobjekt auseinandersetzt, die verfügbaren Informationen auswertet und in verständlicher Form an den Anlageinteressenten weitergibt. An dieser Stelle der Beratung hätte also z.B. bezüglich der Lehman-Zertifikate im Sommer 2008 auf die negative Presse und die Abwertung der Zertifikate durch bestimmte Rating-Agenturen hingewiesen werden müssen¹²⁰.

Im Beispiel muss die verständliche Aufklärung über Zertifikate gegenüber dem zu beratenden Rentner, welcher die verwendeten englischsprachigen Termini nicht versteht, zunächst mit einer Übersetzung und Erklärung der Fachbegriffe beginnen. Dann müssen ihm in Abhängigkeit von seinen betriebs- und volkswirtschaftlichen Kenntnissen und seinem kapitalmarktrechtlichem Wissen die Funktionen des Zertifikats erläutert werden. Dies bedingt gegebenenfalls also auch eine grundlegende Einführung in die genannten Wissensgebiete. Schließlich muss er auch über die Eigenheiten der maßgeblichen ausländischen Rechtsordnung und die sich daraus ergebenden Risiken aufgeklärt werden.

Der Anlageinteressent darf nicht weniger als eine fachkundige Bewertung des Anlageobjekts unter Beachtung der genannten Besonderheiten seiner Person erwarten. Spätestens an dieser Stelle wird klar,

¹¹⁶ Zu dem Problem der Aufklärung über diesen Umstand bei den Lehman-Zertifikaten: *Veil*, WM 2009, 1585. Veil kommt zu dem Ergebnis, dass bei den Lehman-Zertifikaten keine solche Aufklärungspflicht bestand, weil das Insolvenzrisiko allenfalls theoretischer Natur war. Dies dürfte sich aber in Zukunft gerade wegen der im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch der Lehman-Brothers-Bank und mangels einer Einlagensicherung erfolgten Verluste ändern.

¹¹⁷ WKN A0S116.

¹¹⁸ So auch: *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (66). Im Ergebnis dürften Zertifikate als derart komplex, einzuordnen sein dass bei ihnen bereits die objektgerechte Anlageberatung meist nicht mehr möglich ist.

¹¹⁹ Das Beispiel orientiert sich an LG Hamburg, Urt. v. 23.06.2009, Az.: 310 O 4/09, zitiert nach Juris. Im dem vom LG Hamburg entschiedenen Fall war kein Verstoß gegen die Pflicht zur anlegergerechten Beratung festgestellt, da das Zertifikat dort dem Risikoprofil des Anlegers entsprach.

¹²⁰ LG Hamburg, Urt. v. 11.03.2010, Az.: 313 O 95/09, zitiert nach Juris, Rdnr. 34f.

dass die hier beispielhaft angeführten Zertifikate angesichts ihrer Komplexität selbst für erfahrene Privat Anleger kaum jemals verständlich erklärt werden können¹²¹. Verallgemeinern kann man anhand dieses Beispiels, dass mit zunehmender Komplexität und Exotik des Finanzinstrumentes die Möglichkeiten zur verständlichen Anlageberatung schwinden. Der Punkt, ab dem ein Anlageobjekt nicht mehr richtig erklärt werden kann, wird dabei umso schneller erreicht, je weniger Vorbildung und intellektuelle Kapazitäten der Anlageinteressent im Einzelfall mitbringt¹²².

III. Absenkung des zivilrechtlichen Schutzniveaus wegen einer vollharmonisierenden Wirkung der MiFID?

Seit der Umsetzung der MiFID wird diskutiert, ob die Neufassung der Wohlverhaltenspflichten einen Einfluss auf die zivilrechtlichen Anlageberaterpflichten bei konkludenten Verträgen hat. Dabei geht es vor allem um die Frage, ob die Anforderungen der „Bond“-Rechtsprechung zur anleger- und objektgerechten Beratung bei konkludenten Verträgen noch Bestand haben können oder, ob die Pflichten des Anlageberaters nicht mehr über die scheinbar geringeren aufsichtsrechtlichen Vorgaben hinausgehen dürfen¹²³. Letzteres wäre einer vollharmonisierenden Wirkung der Richtlinie geschuldet¹²⁴.

Obleich nämlich nach „Bond“ stets eine auf den Anlageinteressenten individualisierte Aufklärung über die spezifischen Risiken des ins Auge gefassten Finanzproduktes erfolgen muss, ist dies aufsichtsrechtlich nicht der Fall. Da die §§ 31 Abs. 4, 4a WpHG nur die Empfehlung regeln, ergeben sich aufsichtsrechtliche Pflichten zur Aufklärung nur aus § 31 Abs. 3 WpHG. Dieser sieht aber weder ein Eingehen auf spezifische Risiken der Anlageform noch eine individuelle Aufklärung vor. Stattdessen reichen standardisierte Informationen über die mit einer Anlageform generell verbundenen Risiken aus. Dies wirkt sich dann z.B. wie folgt aus¹²⁵: Will ein Anlageberater über die Anleihe eines vor dem Staatsbankrott stehenden Landes aufklären, so muss er nur nach „Bond“ auf die schlechte Bonität hinweisen. Nach § 31 Abs. 3 WpHG ist dagegen lediglich das grundsätzlich fern liegende, normalerweise allenfalls theoretische Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines Staates zu erwähnen.

Während sich also manche Stimmen gegen eine zivilrechtliche Ausdehnung der Anlageberaterpflichten (über die MiFID Vorgaben hinaus) aussprechen, steht die Mehrheit auf dem Standpunkt, dass eine so erfolgende Beschränkung des Anlegerschutzes nicht gewollt ist¹²⁶. Andernfalls hätten die Anlegerschutz intendierenden Vorgaben der MiFID im Ergebnis konstraintentionale Wirkung¹²⁷. Die MiFID sieht schließlich selbst nur eine Harmonisierung in einem Umfang vor, der notwendig ist, um Anlegern

¹²¹ Ebenso: *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (66).

¹²² In diese Richtung auch: *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (47).

¹²³ Dafür vor allem: *Mülbert*, WM 2007, 1149 (1157) der den Ausdruck der „gemeinschaftsrechtlichen Erledigung der Bond-Rechtsprechung“ geprägt hat. Außerdem: *Herresthal*, ZBB 2009, 348 (352).

¹²⁴ Dazu ausführlich: *Herresthal*, ZBB 2009, 348 (351); *Koch* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31a Rdnr. 60; *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., Vor § 31 Rdnr. 4.

¹²⁵ Nach: *Mülbert*, WM 2007, 1149 (1156).

¹²⁶ *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., Vor § 31 Rdnr. 4; *Podewils/Reisich*, NJW 2009 (120); *Veil*, WM 2007, 1821 (1826); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rdnr. 5.65; *Schwark* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., Vor § 31 Rdnr. 11.

¹²⁷ Siehe dazu auch die Erwägungsgründe 1 und 31 MiFID.

ein hohes Schutzniveau zu bieten¹²⁸. Die MiFID gibt also ein Mindestmaß an Schutz vor, nicht aber eine zivilrechtlich relevante Obergrenze.

D. Interessen der beteiligten Parteien

I. Einführung

Parteien der Anlageberatung sind einerseits der Anlageberater, sowie die gegebenenfalls hinter ihm stehende Finanzinstitution, und andererseits der Anlageinteressent bzw. zukünftige Anleger. Beide verfolgen im Rahmen der Anlageberatung eigene, zum Teil gegenläufige Interessen¹²⁹. Das Wissen über und Bewusstsein für diese Interessen, erleichtert das Verständnis und die Bewertung des jeweiligen Verhaltens. Gleichzeitig werden so Anhaltspunkte für eine mögliche Verbesserung des derzeitigen Anlegerschutzes offenbart.

Dabei ist immer auch noch der Gesetzgeber zu beachten, der bei der Regelung der Anlageberatung nicht nur individuellen Anlegerschutz schaffen will, sondern auch andere politische Ziele verfolgt. Diese können so unterschiedlich sein wie etwa Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, die Attraktivität des Finanzmarktes Deutschland¹³⁰ zu verbessern oder auch eine anstehende Wiederwahl nicht zu gefährden. Wo sich die Interessenbereiche der beteiligten Parteien überschneiden, hat dies Einfluss auf die Ausgestaltung des Anlegerschutzes.

II. Anlageinteressent

Der Anlageinteressent geht mit dem Ziel in eine Anlageberatung, sich über für ihn geeignete Anlagemöglichkeiten Klarheit zu verschaffen und am Ende eine Anlagenentscheidung zu treffen. Er kann dabei so wohl mit einer mehr oder weniger genauen Vorstellung von möglichen Anlageobjekten in die Beratung gehen, als auch nur mit dem Wunsch, sein Geld möglichst sicher, renditeträchtig oder flexibel zu investieren. Oft genug wird er auch den schwer zu erfüllenden Wunsch haben, hohe Rendite bei absoluter Sicherheit zu erreichen¹³¹. Von „seinem“ Anlageberater erwartet er dazu grundsätzlich eine Beratung, die allein an seinen Zielen orientiert ist.

III. Anlageberater

Auch der Anlageberater verfolgt zunächst einmal nur seine eigenen Interessen. Soweit er zu deren Erfüllung auch die des Anlageinteressenten beachten muss, wird er dies in aller Regel tun. Wie sehr jedoch seine Interessen oder die des Anlageinteressenten im Vordergrund stehen, hängt von der grundsätzlichen Arbeitsweise des Anlageberaters ab. Denn im Wesentlichen gibt es zwei Möglichkeiten, wie der Anlageberater Geld verdient. Er kann entweder honorarbasiert arbeiten, d.h. ausschließlich vom Anlageinteressent bezahlt werden, oder er wird provisionsbasiert tätig, d.h. er wird von den Anbietern von Finanzinstru-

¹²⁸ Siehe dazu auch Erwägungsgrund 1 MiFID.

¹²⁹ Ebenso: *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312 (320).

¹³⁰ Die in den 1990er Jahren zu einer Deliberalisierung auf Kosten des Anlegerschutzes geführt hat (Stichwort: *race to the bottom*). Statt vieler: *Luttermann*, ZRP 2010, 1 (2) sowie die Begründung zum FRUG, BT-Drucks.: 16/4028 S. 53 unter „Gesetzgebungskompetenz“.

¹³¹ *Hannöver* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 110 Rdnr. 34.

menten bezahlt. Diese refinanzieren die an den Anlageberater zu zahlenden Provisionen, indem sie diese auf die ein oder andere Art und Weise¹³² aus dem Anlagebetrag des Anlegers entnehmen.

Obwohl der Anlageinteressent /Anleger also letztlich immer den Anlageberater bezahlt, bewirkt die Art und Weise (direkt oder indirekt) eine diametrale Verschiebung der Interessen des Anlageberaters¹³³. Während sich der Anlageberater bei honorarbasierter Bezahlung eher den Interessen des Anlageinteressenten verpflichtet fühlt¹³⁴, muss ihm bei provisionsabhängiger Bezahlung (vor allem) auch das Interesse des Produktanbieters am Verkauf seiner Produkte am Herzen liegen¹³⁵. Zwar gilt auch bei provisionsbasierter Bezahlung, dass nur ein zufriedener Kunde wiederkommt. Wenn aber bereits bei der ersten Anlageentscheidung eine ausreichend hohe Provision beim Anlageberater verbleibt, kann das Interesse an einer dauerhaften Kundenbeziehung für diesen in den Hintergrund treten¹³⁶. Bei einer auf Stundenhonorar basierenden Geschäftsbeziehung dürfte der Anlageberater dagegen ein deutlich höheres Interesse an einem auch in Zukunft zufriedenen Kunden haben¹³⁷. Gleichwohl sind bisher weniger als 1% aller Finanzberater als Honorarberater tätig, alle anderen finanzieren sich über Anbieterprovisionen¹³⁸.

E. Phasen der Anlageberatung

Der Prozess der Anlageberatung lässt sich in drei verschiedene Phasen unterteilen. Am Anfang steht aus Sicht des Anlageinteressenten die Auswahl seines Beraters. Theoretisch sollte sich der Anlageinteressent bereits hier über die Qualitäten verschiedener Anlageberater informieren und eine bewusste Entscheidung für einen von ihnen treffen. In dieser Phase kommt es also sowohl auf die Fähigkeiten des Anlageinteressenten bei der Informationsverarbeitung wie auch bei der Urteilsfindung an. In der Praxis wird ihm jedoch die Auswahl oft genug durch die Kontaktaufnahme seitens des Anlageberaters abgenommen. Erfolgt die Kontaktaufnahme doch durch den Anlageinteressenten selbst, so wird zwar häufig die Empfehlung Dritter maßgeblich sein, aber auch deren Begründung fehlt häufig die Substanz. Denn für eine vergleichende Auswahl fehlen dem Anlageinteressenten meist sowohl die Vergleichskriterien wie auch entsprechende Informationen, wie z.B. eine unabhängige Bewertungen durch kompetente Tester, Referenzen oder Ausbildungsnachweise.

Dies ist für den Anlageinteressenten insofern höchst nachteilig, als dass sich bereits bei der Auswahl des Anlageberaters wichtige Weichen für eine erfolgreiche Anlageberatung stellen. Gesetzliche Regelungen, die vor dem Beratungsgespräch ansetzen und die Auswahlentscheidung des Anlageinteressenten steuern, gibt es jedoch nicht.

Daran schließt sich die Phase der Vorbereitung der Anlageentscheidung, d.h. die Anlageberatung im engeren Sinne, an. Diese lässt sich weiter in drei Unterphasen einteilen. Zu Beginn steht die Explora

¹³² Etwa mittels sogenannter *Kick-Backs*, Bestands- und Innenprovisionen. Weiterführend: *Lampe*, NJOZ 2009, 4893; *Witte*, DStR 2009, 1759.

¹³³ So im Ergebnis auch: *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312 (320).

¹³⁴ So auch: *Rehberg*, WM 2005, 1011 (1013).

¹³⁵ *Rehberg*, WM 2005, 1011 (1014).

¹³⁶ So erwähnt *Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 1975, S. 100f. schon 1975 das Beispiel von Anlageberatern der IOS-Investmentfonds, die nur am sogenannten „Einmalgeschäft“ interessiert waren und kein Interesse an dauerhaften Kundenkontakten hatten.

¹³⁷ Ähnlich: *Habschick/Evers*, 2008, S. 85.

¹³⁸ *Habschick/Evers*, 2008, S. 86; *Schwintowski*, VuR 2010, 41 spricht von lediglich 180 Honorarberatern im Versicherungsbereich.

tion des Anlageinteressenten. In dieser soll die Erforschung der Anlageziele, der Kenntnisse und Erfahrungen sowie der Risikoneigung des Anlageinteressenten durch den Anlageberater erfolgen¹³⁹. Hat sich der Anlageberater ein Bild vom Kunden gemacht, kommt es anschließend zur Aufklärungs- und Informationsphase. In dieser Phase wird der Anlageberater dem Kunden, ausgehend von dem in der Explorationsphase erstellten Profil, Informationen über ein infrage kommendes Anlageobjekt geben. Je nachdem, welche Kenntnisse der Anlageinteressent bereits mitbringt und wie gut er die einzelnen Informationen versteht, sind dabei, wegen des Gebotes der anleger- und objektgerechten Beratung unterschiedlich intensive Erläuterungen notwendig¹⁴⁰.

Nachdem der Anlageinteressent aufgeklärt wurde, kommt es anschließend zur Empfehlung einer Entscheidung. Dabei wird der Anlageberater dem Anlageinteressenten im Prinzip sagen, was er an dessen Stelle tun würde¹⁴¹. In dieser Beratungsphase kommt es allein auf die Informationsaufnahme und -verarbeitung des Anlageinteressenten an. Auf diesem Abschnitt der Anlageberatung liegt auch der regulatorische Fokus des Gesetzgebers.

Damit ist die Phase der Anlageberatung im engeren Sinne beendet und es schließt sich die letzte Phase, die Entscheidungsphase, an. Eigentlich hat die Anlageentscheidung nichts mehr mit der Beratung an sich zu tun, gleichwohl sind sie untrennbar verknüpft, weil Inhalt und Qualität der Anlageberatung für die Anlagenentscheidung von herausragender Bedeutung sind. Die Vorstellungen, die der Anlageinteressent im Verlauf der Anlageberatung von dem potentiellen Anlageobjekt gewinnt, werden sich unmittelbar in seiner Anlageentscheidung wiederfinden. Deshalb gehört auch die Entscheidungsphase, ebenso wie die Auswahl des Beraters, zur Anlageberatung. Hier kommt es nur noch auf das Entscheidungsverhalten des Anlageinteressenten an. Auch diese Phase ist, ebenso wie die Auswahlphase, nicht gesetzlich geregelt.

¹³⁹ *Kohlert*, Anlageberatung und Qualität - ein Widerspruch?, 2009, S. 60; *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (47).

¹⁴⁰ *Kohlert*, 2009, S. 60; *Nobbe* in: *Horn/Schimansky*, Bankrecht 1998, 1998, Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Wertpapieranlagen, S. 235 (245).

¹⁴¹ *Kohlert*, 2009, S. 61.

Kapitel 3

Bedeutung eines gesetzgeberischen Anlegerleitbildes im Rahmen der zivilrechtlichen Ansprüche bei der Anlageberatung

A. Einführung

Für den Anlageinteressenten, den Anleger-in-spe, sind die aufsichtsrechtlichen Regeln für die Anlageberatung nicht annähernd von so großer Bedeutung, wie sie für den Anlageberater sind. Denn die (denkbaren) Ansprüche des Anlageinteressenten sind nie öffentlich-rechtlicher Natur. Sowohl sein Recht auf eine ordentliche Beratung wie auch eventuelle Schadensersatzansprüche beruhen auf zivilrechtlichen Anspruchsgrundlagen. Damit stellt sich die Frage, welche Bedeutung ein gesetzgeberisches Anlegerleitbild auf Grundlage des Aufsichtsrechts für solche Ansprüche hat.

In diesem Kapitel wird erklärt, warum es auch auf der Ebene des zivilrechtlichen Anlageberatungsvertrages darauf ankommt, welche Fähigkeiten der Gesetzgeber dem Anlageinteressenten unterstellt. Die Antwort auf die aufgeworfene Frage findet sich, wenn man nacheinander untersucht, was genau unter dem Begriff Anlegerleitbild zu verstehen ist, wie Anlageberatungsverträge zustande kommen und schließlich, welche Rolle anlageberatungsrelevantes Aufsichtsrecht im Zivilrecht spielen kann.

B. Anlegerleitbild

I. Definition

Unter Anlegerleitbild im Sinne dieser Arbeit soll die gedankliche Vorstellung vom Anleger verstanden werden, wie sie von Gesetzgeber und Rechtsprechung sowohl bei der Regulierung des Kapitalmarktes als auch bei der Rechtsfindung zugrunde gelegt wird. Das Anlegerleitbild kann sich dabei aus zwei Elementen zusammensetzen – einem Verhaltensmodell sowie ergänzenden normativen Komponenten. Ein Verhaltensmodell wird anhand der unterstellten Informationsverarbeitungskapazität und den Entscheidungsmethoden eines typischen Anlageinteressenten erstellt.

Da Recht immer auch verhaltenssteuernd wirken soll, ist ein Verhaltensmodell Voraussetzung für die Schaffung einer effektiven Norm¹⁴². Ohne eine zutreffende Vorstellung vom Adressaten einer verhaltenssteuernden Norm ist Gesetzgebung zwar möglich, hat aber allenfalls normativen Charakter und wird, insbesondere bei liberaler Regulierung, nur durch Zufall die gewünschte verhaltenssteuernde Wirkung haben¹⁴³. Ein Verhaltensmodell muss das menschliche Verhalten nicht unbedingt vollständig erfassen, entscheidend ist jedoch, dass es die komplexe Realität so verdichtet und handhabbar macht, dass noch zu treffende Vorhersagen getroffen werden können¹⁴⁴.

¹⁴² Zur Notwendigkeit eines Verhaltensmodells im Bereich der Grundlagenforschung: *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (217).

¹⁴³ *Janson*, Ökonomische Theorie im Recht, 2004, S. 128; in diese Richtung auch: *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (217).

Im Rahmen des gesuchten Anlegerleitbildes kommt es bei der Modellbildung nicht auf äußere Merkmale des Anlegers, wie z.B. die Einteilung nach bestimmten Anlageformen, oder der Art und Weise wie Finanzinstrumente erworben und veräußert werden, an. Denn um zu klären, ob der Gesetzgeber z.B. davon ausgehen kann, dass der Anleger grundsätzlich klug oder dumm ist, ob er vernünftig oder unvernünftig handelt, muss nach inneren Merkmalen des Anlegers gesucht werden. Das gesuchte Anlegerleitbild ist damit streng zu trennen vom Anlegerbegriff¹⁴⁵. Während der Anlegerbegriff den persönlichen Anwendungsbereich einer anlegerrelevanten Norm definiert¹⁴⁶, ergibt sich aus einem (Anleger-)Leitbild eine „normativ-typisierende Modell- oder Zielgröße“¹⁴⁷ die beschreibt, wie der Anleger denkt und handelt.

Zu trennen ist das gesuchte Anlegerleitbild aber auch von einem rein normativ geprägten Anlegerverständnis, d.h. von der Idee wie ein Anleger zu sein hat oder sein sollte. Zwar ließe sich auch dabei auf ein Verhaltensmodell abstellen, nämlich das vom Gesetzgeber gewünschte, aber das kann hier nicht entscheidend sein. Denn maßgeblich für eine zielführende verhaltenssteuernde Wirkung eines Gesetzes ist, neben dessen Inhalt, sein Anknüpfungspunkt in der Wirklichkeit¹⁴⁸.

Deshalb setzt die Analyse eines gesetzgeberischen Anlegerleitbildes auch nicht bei der Intention oder dem Wunschbild des Gesetzgebers an, sondern beim tatsächlichen Anlegerverhalten. Soweit das Verhaltensmodell eine Regelung bedingen würde, die z.B. im Widerspruch zur dogmatischen Herkunft oder historischen Entwicklung steht¹⁴⁹, können normative Elemente das Verhaltensmodell ergänzen¹⁵⁰. Es handelt sich bei diesem Vorgang um die „normative Auffüllung einer originär deskriptiven Ansatzes“¹⁵¹. Das Anlegerleitbild besteht in diesem Fall aus einem Verhaltensmodell kombiniert mit bzw. ergänzt um normative Elemente. Zwingend ist dies allerdings nicht, d.h. das Anlegerleitbild kann auch mit dem Verhaltensmodell identisch sein.

II. Relevanz eines gesetzgeberischen Leitbildes für zivilrechtliche Ansprüche im Allgemeinen

Zivilrechtliche Ansprüche sind stets vom Vorliegen verschiedener Tatbestandsmerkmale abhängig. Während sich ein Teil direkt aus der jeweiligen Norm ergibt, entspringt ein anderer Teil aus allgemeingültigen Regeln, wie etwa denen zur Geschäftsfähigkeit. Daneben gibt es aber auch noch ungenannte gesetzgeberische Grundannahmen, wie z.B. das Anlegerleitbild, auf denen alle Tatbestandsmerkmale basieren. Illustrieren lässt sich dies am Beispiel des Autors eines juristischen Fachbuches. Dieser macht sich zwar über den Zweck, Inhalt und Aufbau seines Werkes bewusst Gedanken, nicht aber über die Frage, auf welche

¹⁴⁴ *Lieth*, Die ökonomische Analyse des Rechts im Spiegelbild klassischer Argumentationsrestriktionen des Rechts und seiner Methodenlehre, 2007, S. 49.

¹⁴⁵ *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 8.

¹⁴⁶ Ebenso, jedoch in concreto zum Verbraucherleitbild: *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., Vorbemerkung zu §§ 13, 14 Rdnr. 7f.

¹⁴⁷ *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., Vorbemerkung zu §§ 13, 14 Rdnr. 7f.

¹⁴⁸ So auch: *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (7).

¹⁴⁹ Für die parallele Problematik beim Verbraucherleitbild: *Schütze* in: *Loschelderet. al.*, Handbuch des Wettbewerbsrechts, 2010, § 40 Rdnr. 24.

¹⁵⁰ Zu der ähnlichen Frage nach der Bildung eines Verbraucherleitbildes im Wettbewerbsrecht: *Piper* in: *Piper/Ohly/Sosnitza* 5. Aufl., § 2 Rdnr. 94.

¹⁵¹ *Schütze* in: *Loschelderet. al.*, 2010, § 40 Rdnr. 24.

Art und Weise sein Werk rezipiert wird. Er wird vielmehr unbewusst davon ausgehen, dass er seine Gedanken aufschreibt und der Rezipient diese lesen kann, juristisch vorgebildet ist und die grundlegenden Methoden beherrscht, die es braucht um den Autor zu verstehen. Der Autor hat sozusagen ein Leserleitbild, welches er beim Schreiben stets zugrunde legt. Wenn er nun bemerkt, dass eine seiner Prämissen falsch ist, dass also z.B. niemand seiner „Logik“ folgen kann, ist er gut beraten, sein Leserleitbild anzupassen und sein Werk entsprechend zu überarbeiten, wenn er will, dass es seinen Zweck erfüllt.

Dies gilt auch für die Schaffung von verhaltenssteuernden Normen wie z.B. Anspruchsgrundlagen für Schadensersatzansprüche. Auch dabei geht der Gesetzgeber von bestimmten Grundannahmen bezüglich des möglichen Anspruchsinhabers aus. Der Gesetzgeber muss diesem bestimmte Merkmale unterstellen, weil er sonst keinen Anknüpfungspunkt für die verhaltenssteuernde Wirkung der Norm hat. Wenn der Gesetzgeber z.B. davon ausgeht, dass jeder mögliche Anspruchsinhaber in der Lage ist, Gedanken zu lesen, dann würde er keine Schadensersatzansprüche wegen vorsätzlicher Täuschung gewähren. Schließlich kann er ja davon ausgehen, dass solche stets erkannt würden. Bei der beispielhaft angeführten Tatsache, dass niemand Gedanken lesen kann, handelt es sich also um eine Annahme des Gesetzgebers bei der Schaffung von täuschungsbezogenen bzw. -relevanten Schadensersatzansprüchen.

Solange diese Grundannahmen der Wirklichkeit entsprechen, bilden sie ein sicheres Fundament der Gesetzgebung und werden meist weder vom Normgeber noch vom Adressaten bewusst wahrgenommen. Weichen die Annahmen jedoch von der Realität ab, besteht die Gefahr, dass sich die gesetzgeberischen Ziele¹⁵² nicht mit den eingesetzten Mitteln verwirklichen lassen. Zwar kann man davon ausgehen, dass die Verfehlungen der Ziel-Mittel-Relation ans Tageslicht kommen und Reaktionen, meist weitere Gesetzgebung, hervorrufen. Jedoch wird sich konsequenterweise auch dann eine unzutreffende Grundannahme wieder bemerkbar machen, so dass durch die „normative Kraft des Faktischen“¹⁵³ eine endlose Schleife gesetzgeberischer Aktivität angeregt wird. Um dies zu verhindern, muss man, sobald man merkt, dass die Ziele mit den eingesetzten Mitteln nicht erreicht werden, auch die Grundannahmen untersuchen und in Frage stellen.

Grundannahmen des Gesetzgebers sind also stets vorhanden – wenn auch meist unbewusst – und von entscheidender Bedeutung für die Gestaltung von Normen. Wie sich das bei Ansprüchen auf fehlerfreie bzw. wegen fehlerhafter Anlageberatung auswirkt, wird im Folgenden dargestellt.

III. Bedeutung des aufsichtsrechtlichen Anlegerleitbildes für vertragliche Ansprüche bei der Anlageberatung

1. Einfallstor: konkludente Beratungsverträge

Das Einfallstor für ein aufsichtsrechtliches Anlegerleitbild findet sich in der Art und Weise, wie die meisten Anlageberatungsverträge zustande kommen. Grundsätzlich könnte man ja davon ausgehen, dass ein gesetzliches Anlegerleitbild keine Auswirkungen auf individuelle Verträge zwischen Beratern und Anlageinteressenten und die daraus resultierenden Ansprüche hat. Das dem jeweiligen Vertrag zugrunde liegende Anlegerleitbild müsste sich schließlich, ausgehend vom Grundsatz der Privatautonomie, aus den indivi-

¹⁵² D.h. also, die beabsichtigte Verhaltenssteuerung. Siehe oben in diesem Abschnitt.

¹⁵³ Der Ausdruck geht auf *Jellinek*, *Die Erklärung der Menschen- und Bürgerrechte: ein Beitrag zur modernen Verfassungsgeschichte*, 1895, zurück. Jellinek vertritt die Auffassung, dass eine Norm die an der Wirklichkeit vorbeigeht, irgendwann aufgrund von Stabilitätsgründen dem „Faktischen“ angepasst wird.

duellen Abmachungen und Prämissen des Vertrages selbst ergeben. Um das oben verwendete Beispiel auf zugreifen: Wer wirksam erklärt, Gedanken lesen zu können, muss sich daran festhalten lassen.

Dies gilt aber nur, solange sich überhaupt entsprechende Abmachungen in den Verträgen finden lassen. Genau das ist aber bei der Mehrzahl der Anlageberatungsverträge nicht der Fall. Da nämlich kaum ein Anleger mit dem Anlageberater konkrete Vereinbarungen über Rechte, Pflichten und eventuelle Grundannahmen zum Entscheidungsverhalten trifft, werden die meisten dieser Verträge konkludent und damit auch ohne individuelle Abmachungen zum Anlegerleitbild geschlossen¹⁵⁴. Vom Abschluss eines Beratungsvertrages kann man nämlich bereits dann ausgehen¹⁵⁵, wenn ein Anleger an einen Berater bzw. dieser an einen Anleger herantritt, um über die Anlage eines Geldbetrages beraten zu werden bzw. zu beraten. Das in dem Herantreten zu sehende Angebot auf Abschluss eines Beratungsvertrages, wird dann durch Aufnahme des Beratungsgesprächs angenommen¹⁵⁶. Eine individuelle Vereinbarung zu den Rechten und Pflichten sowie eine schriftliche Fixierung des Ganzen, finden meist nicht statt.

Mangels konkreter einzelvertraglicher Regelungen, sind diese Beratungsverträge einer Konkretisierung bzw. Auslegung durch die Rechtsprechung zugänglich. Im Bereich der Anlageberatung geschieht dies, indem in weiten Teilen auf die aufsichtsrechtlichen Inhalte zurückgegriffen wird. Man spricht dabei von der sogenannten Ausstrahlungswirkung¹⁵⁷ der gesetzlichen Wohlverhaltenspflichten.

2. Ausstrahlungs- bzw. konkretisierende Wirkung der aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten

In Literatur¹⁵⁸ und Rechtsprechung¹⁵⁹ ist eine „Ausstrahlungswirkung“ der aufsichtsrechtlichen Regelungen der §§ 31f. WpHG auf die (vor-)vertraglichen Rechte und Pflichten aus den Beratungsverträgen anerkannt. Danach sind die ursprünglich rein aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten für Inhalt und Reichweite der (vor-)vertraglichen Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung¹⁶⁰. Eine eigenständige schadensersatzrechtliche Bedeutung soll ihnen zwar nicht zukommen¹⁶¹, jedoch vertrat bereits der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments zu den europarechtlichen Grundlagen der Wohlverhaltenspflichten¹⁶² die Ansicht, dass sich diese auf die zivilrechtliche Ebene erstrecken¹⁶³. Danach stellen die Wohlverhaltenspflichten eine unmittelbare Konkretisierung der Neben- und Schutzpflichten einzelvertraglicher Rechtsbeziehungen dar¹⁶⁴. Dafür spricht auch, dass der § 37a WpHG a.F., bis zu seiner Abschaffung, die Verjährung von Schadensersatzansprüchen wegen Verletzung von Informations- und Beratungspflichten regelte, und somit unmittelbar auf einzelvertragliche Rechts

¹⁵⁴ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 10. Siehe dazu oben Kapitel 2 C. I. S. 11f.

¹⁵⁵ BGHZ 100, 117 = NJW 1987, 1815; v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4.

¹⁵⁶ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 11.

¹⁵⁷ Dazu sogleich unter Kapitel 3 B. III. 2 S. 23.

¹⁵⁸ U.a.: Brinckmann, BKR 2010, 45 (48); Veil, WM 2009, 1585 (1587); Herresthal, ZBB 2009, 348 (350).

¹⁵⁹ U.a.: BGH; Urt. v. 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876-1879, Rdnr. 18; OLG Frankfurt, Urt. v. 17.02.2010, Az.: 17 U 207/09; BB 2010, 853f.

¹⁶⁰ So der BGH, Urt. v. 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876-1879, Rdnr. 18.

¹⁶¹ BGH aaO.

¹⁶² Art 19 MiFID.

¹⁶³ Zitiert bei: Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., Vor § 31 Rdnr. 4.

¹⁶⁴ Roth in: Assmann/Schütze, 2007, § 11 Rdnr. 11f; Kumpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rdnr. 16.518f.

beziehungen Bezug nahm¹⁶⁵. Die zwischenzeitliche Streichung des § 37a WpHG ändert an dieser Wertung nichts. Denn die Streichung war allein dem Bedürfnis geschuldet, Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Ablageberatung nicht mehr so schnell verjähren zu lassen¹⁶⁶.

Die unter dem Stichwort der vollharmonisierenden Wirkung der MiFID diskutierten Probleme¹⁶⁷, üben keinen Einfluss auf die hier relevante Frage, nach der Übertragbarkeit eines gesetzgeberischen Anlegerleitbildes auf die zivilrechtliche Ebene, aus. Denn im Rahmen der angesprochenen Diskussion geht es ja nicht darum, ob überhaupt eine Wechselbeziehung besteht, sondern nur um deren Ausmaß, sprich ob zivilrechtlich über die aufsichtsrechtlichen Vorgaben hinausgegangen werden darf.

Für den Inhalt und die Reichweite der Pflichten des Anlageberaters können deshalb bei konkludenten Verträgen mangels einzelvertraglicher Regelungen die §§ 31f. WpHG von Bedeutung sein¹⁶⁸. Diese sind immer dann heranzuziehen, wenn sie neben ihrem aufsichtsrechtlichen Gehalt auch anlegerschützenden Charakter haben¹⁶⁹, was jedenfalls für die Wohlverhaltenspflichten des § 31WpHG zutrifft¹⁷⁰. Werden die aufsichtsrechtlichen Vorgaben bei der Bestimmung vertraglicher Beziehungen einbezogen, so gilt dies auch für ein dieses immanentes Anlegerleitbild.

Soweit also kein individuelles Anlegerleitbild anhand konkreter Vertragsregeln ermittelt werden kann, ist bei der Rechtsfindung ein gesetzgeberisches Anlegerleitbild zugrunde zulegen¹⁷¹. Auch in einem Schadensersatzprozess wird das erkennende Gericht demnach, um im Einklang mit den aufsichtsrechtlichen Regeln zu bleiben, von einem gesetzlichen Anlegerleitbild ausgehen, wenn sich aus den Verträgen nichts anderes ergibt¹⁷². Auf diese Art und Weise wird ein gesetzliches Anlegerleitbild zur Grundlage einer privat-autonomen Rechtsbeziehung.

C. Zusammenfassung

Ein gesetzgeberisches Anlegerleitbild basiert auf den Grundannahmen des Gesetzgebers zum tatsächlichen Verhalten des Anlegers bzw. Anlageinteressenten. Das Verhaltensmodell kann aus normativen Erwägungen ergänzt bzw. abgeändert werden und ergibt so das Anlegerleitbild. Ein solches ist auch für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Anlageberatungen von Bedeutung, da solche Ansprüche meist auf konkludent geschlossenen bzw. insoweit nicht konkretisierten Anlageberatungsverträgen beruhen. Diese können durch aufsichtsrechtliche Regelungen, denen ein gesetzgeberisches Anlegerleitbild immanent ist, konkretisiert werden.

¹⁶⁵ *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (50); *Lampe*, NJOZ 2009, 4893 (4909).

¹⁶⁶ *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (50); *Lampe*, NJOZ 2009, 4893 (4909).

¹⁶⁷ Siehe dazu oben Kapitel 2 C. III. S. 16.

¹⁶⁸ BGH; Urt. v. 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876-1879, Rdnr. 23; OLG Frankfurt, Urt. v. 17.02.2010, Az.: 17 U 207/09; BB 2010, 853f.; *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (48); *Veil*, WM 2009, 1585 (1587).

¹⁶⁹ *Herresthal*, ZBB 2009, 348 (350).

¹⁷⁰ *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 1; *Schwark* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., Vor § 31 Rdnr. 11.

¹⁷¹ So auch: *Herresthal*, ZBB 2009, 348 (350).

¹⁷² So z.B. der BGH, Urt. v. 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876-1879, wenn er in Rdnr. 23 darauf abstellt, dass ein Anleger allein durch ordnungsgemäße Aufklärung und Offenlegung von Informationen in die Lage versetzt wird, das Umsatzinteresse der Bank selbst einzuschätzen. Dabei geht das Gericht erkennbar von rationalem Entscheidungsverhalten und damit vom *homo oeconomicus*-Modell als Anlegerleitbild aus.

Wie das Anlegerleitbild aussieht und ob es dem homo oeconomicus-Modell entspricht, wird im Folgenden anhand der gesetzgeberischen Gründe für die Schaffung von Anlegerschutz und der Art und Weise der Umsetzung untersucht.

Kapitel 4

Ist der homo oeconomicus Grundlage des Anlegerleitbildes?

A. These vom homo oeconomicus basierten Anlegerleitbild und Zweck des Beweises

Da durch die Rechtswissenschaft nicht in ausreichendem Umfang Erhebungen zu den realen Ergebnissen der Gesetze vorgenommen werden, soll zur Vorbereitung der rechtstatsächlichen Bewertung der anlageberatungsrelevanten Normen der Umweg über die Wirtschaftswissenschaften genommen werden. Diese haben sich in einer Vielzahl von Untersuchungen dem tatsächlichen Verhalten der Marktakteure angenommen und dieses in Relation zu den gängigen Theorien der Ökonomik gesetzt.

Hintergrund dieser Vorgehensweise ist die These, dass der Gesetzgeber bei der Erstellung seines Schutzkonzeptes das homo oeconomicus-Modell der Ökonomik¹⁷³ zugrunde legt. Der praktische Nutzen der sich aus dem Beweis dieser These für die Arbeit ergibt, ist die Nutzbarmachung der empirisch gesicherten Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften¹⁷⁴ zu den Abweichungen des tatsächlichen Anlegerverhaltens vom homo oeconomicus-Modell.

Nachdem zunächst die wirtschaftswissenschaftlichen Grundlagen des homo oeconomicus-Modells dargestellt werden, wird anschließend untersucht, welches Anlegerleitbild der Gesetzgeber hat und ob sich dies den wirtschaftswissenschaftlichen Begrifflichkeiten unterordnen lässt.

B. Das homo oeconomicus-Modell

I. Ökonomik und Rechtswissenschaft

Der homo oeconomicus ist das Verhaltensmodell der Ökonomik, d.h. der Übertragung und Anwendung ökonomischer Methoden und Annahmen auf andere Sozialwissenschaften oder wirtschaftliche und politische Fragestellungen¹⁷⁵. Das Modell hat seinen Ursprung zwar in der mikroökonomischen und makroökonomischen Theorie¹⁷⁶, wird aber als Analyseinstrument zur Ermittlung der Realfolgen des Rechts seit einigen Jahrzehnten auch in der Rechtswissenschaft verwendet¹⁷⁷. Werden Modelle und Annahmen der Ökonomik auf das Recht angewendet, spricht man von ökonomischer Analyse des Rechtes als Subdisziplin der Ökonomik¹⁷⁸. Auch wenn bei der ökonomischen Analyse des Rechtes meist die Untersuchung

¹⁷³ Dazu sogleich unter Kapitel 4 B. S. 26f.

¹⁷⁴ Dazu sogleich unter Kapitel 4 B II. 2. S. 27f.

¹⁷⁵ Lieth, 2007, S. 41.

¹⁷⁶ Lieth, 2007, S. 49 mwN.

¹⁷⁷ Eidenmüller, JZ 2005, 216 (217); Kirstein, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (1).

¹⁷⁸ Lieth, 2007, S. 41.

von Normen auf ihre Effizienz im Vordergrund steht¹⁷⁹, ist sie zuerst einmal ein Instrument zur Prognose bzw. Erklärung von Entscheidungsverhalten¹⁸⁰. Methodisch gesehen, nimmt die ökonomische Gesetzesfolgenanalyse des Rechts Vergleiche vor und entscheidet in Alternativen¹⁸¹. Statt der Bewertung einer einzelnen Norm, werden verschiedene Varianten verglichen und geprüft, welche Folgen für die Zwecke des Gesetzgebers attraktiver sind.

Für die vorliegende Arbeit ist diese Methode leicht abzuwandeln. Während normalerweise die zu vergleichenden Normen hinsichtlich ihres Verhaltensmodells alle auf dem homo oeconomicus basieren, soll hier das homo oeconomicus-Modell selbst Untersuchungsgegenstand sein. Dabei sollen dem homo oeconomicus-Modell alternative Grundannahmen zum Anlegerverhalten gegenübergestellt werden.

Zunächst werden also existierende Normen auf ihre Eignung zur Erfüllung der gesetzgeberischen Intention mit Blick auf die jeweils zugrundeliegenden Prämissen zum Verhalten der Normadressaten untersucht. Hat man so ein Zwischenergebnis gewonnen, kann in einem nächsten Schritt ein Vergleich mit einer hypothetischen (besseren) Regelung der Materie erfolgen. Die gesuchte „bessere“ Regelung basiert dann darauf, dass die unzutreffenden Annahmen durch zutreffende ersetzt werden. Die sich darauf aufbauende Anpassung der jeweiligen Norm führt dann unmittelbar dazu, dass der Gesetzeszweck effektiver bzw. überhaupt erreicht wird. Mit dieser Art der Analyse kann „instrumental verwertbares Handlungswissen“¹⁸² gewonnen werden. Wenn es wie hier um die Folgenprognose und Folgenbewertung von Normen geht, sind zutreffende Analyseinstrumente, unabhängig von Zweck und Inhalt einer Regelung, von entscheidender Bedeutung¹⁸³.

II. Grundannahmen des homo oeconomicus-Modells

Ausgangspunkt des homo oeconomicus-Modells¹⁸⁴ ist die Annahme unbegrenzter menschlicher Bedürfnisse bei gleichzeitiger Knappheit der Mittel, um diese zu befriedigen¹⁸⁵. Die Ökonomik geht davon aus, dass jeder die Maximierung seines eigenen Nutzens anstrebt. Danach wird ein vernünftiger Anleger seine vorhandenen Mittel zur Steigerung seines Vermögens einsetzen. Die Annahme der Eigennutzenmaximierung setzt weiter voraus, dass sich ein Anlageinteressent seiner Vorlieben bewusst ist und diese in eine widerspruchsfreie Reihenfolge bringen kann¹⁸⁶. Der homo oeconomicus, welcher Option A der Option B, und Option B der Option C vorzieht, wird also immer auch A gegenüber C vorziehen¹⁸⁷. Welche Ziele sich ein homo oeconomicus setzt, unterliegt dabei keinen Einschränkungen, wobei man davon ausgehen kann, dass im Rahmen von Kapitalanlageentscheidungen (auf Seiten der Anleger) und bei der beruflichen Dienstleistungserbringung (auf Seiten der Anlageberater) die Erzielung eines möglichst hohen Einkommens stets eine Präferenz ist.

¹⁷⁹ *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (7) spricht von Effizienz als zentralem normativen Konzept der ökonomischen Analyse des Rechts.

¹⁸⁰ *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (3).

¹⁸¹ *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (5).

¹⁸² *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

¹⁸³ *Schmidtchen*, Berkeley Electronic Press 2001, Article 13 (2).

¹⁸⁴ Welches auch als *rational choice model* oder *rational choice theory* bezeichnet wird: *Klöhn*, 2006, S. 84 mwN.

¹⁸⁵ *Lieth*, 2007, S. 51.

¹⁸⁶ *Lieth*, 2007, S. 51.

¹⁸⁷ *Schmidtchen*, Berkeley Electronic Press 2001, Article 13 (2).

Die Entscheidung des homo oeconomicus wird aber nicht nur durch seine individuellen Präferenzen bestimmt, sondern auch durch den ihm offen stehenden Handlungsspielraum. Dieser wird u.a. durch gesetzliche Normen, sowie soziale und moralische Restriktionen beschränkt¹⁸⁸. Verhaltenssteuerung kann also bei der gesetzgeberischen Steigerung oder Einschränkung der Attraktivität einer der möglichen Handlungsoptionen ansetzen¹⁸⁹. Wird also z.B. der Kauf bestimmter Finanzinstrumente eingeschränkt oder mit besonderen Kosten verbunden, bleibt nach der neoklassischen Theorie die Präferenz des Anlegers für das betroffene Finanzinstrument bestehen. Gleichwohl wird seine Handlung durch die Restriktion gesteuert, indem er am Erwerb entweder gehindert ist oder bei gleichbleibendem Mittelausatz weniger erwerben kann¹⁹⁰. Die Veränderung der Spielregeln wirkt sich folglich auf das Verhalten der betroffenen Akteure aus. Weitere Restriktionen, die einen Einfluss auf die Entscheidungen des homo oeconomicus ausüben, sind die grundsätzlich begrenzte Zeit zur Entscheidungsvorbereitung, und -findung sowie die Höhe der zur Verfügung stehenden Geldmittel.

Ausgehend vom Präferenzsystem und den vorliegenden Handlungsrestriktionen, wird der homo oeconomicus rational entscheiden. Dies geschieht auf Grundlage der Erwartungsnutzentheorie (expected utility theory)¹⁹¹. Kernaussage der Theorie ist die Annahme, dass Individuen bei verschiedenen Entscheidungsmöglichkeiten diejenige wählen werden, von der sie den höchsten Nutzen erwarten¹⁹². Wenn der homo oeconomicus weiß, welche Möglichkeiten er hat und welchen Nutzen er diesen zuordnet, ist seine Entscheidung quasi mathematisch berechenbar.

Anders sieht es aus, wenn er, wie bei Kapitalanlageentscheidungen üblich, nicht weiß, was passieren wird. Dabei ist zwischen zwei verschiedenen Entscheidungssituationen zu unterscheiden, nämlich der Entscheidung unter Risiko und der Entscheidung in Ungewissheit¹⁹³. Eine Entscheidung ist dann risikoreich, wenn alle möglichen Folgen nebst deren Eintrittswahrscheinlichkeit bekannt sind. Ungewiss ist eine Entscheidung, wenn zwar bekannt ist, was passieren kann, jedoch nicht, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Alternativen eintreten. Im ersten Fall, der Entscheidung unter Risiko, wird der homo oeconomicus einfach die Eintrittswahrscheinlichkeiten mit dem erwarteten Nutzen multiplizieren. Kennt er die Eintrittswahrscheinlichkeit aber nicht, d.h. entscheidet er in Ungewissheit, geht er zwar im Prinzip genauso vor, jedoch wird er die unbekanntesten Eintrittswahrscheinlichkeiten durch einen subjektiven Schätzwert, d.h. seine individuellen Erwartungen, ausfüllen¹⁹⁴. Genau dies ist bei jeder Investitionsentscheidung grundsätzlich der Fall, denn der Anlageinteressent weiß zwar, was passieren kann, jedoch nicht, wie hoch die Wahrscheinlichkeiten dafür sind. Diese fehlenden Variablen wird er auf Grundlage der ihm vorliegenden Informationen schätzen.

Bleibt die Frage, wie die individuellen Erwartungen des homo oeconomicus entstehen, d.h. was rationales Verhalten im Kern ausmacht. Dazu geht die auf der Neoklassik aufbauende Theorie der rationalen Erwartungen¹⁹⁵ davon aus, dass der homo oeconomicus einerseits die Wirklichkeit wahrnimmt,

¹⁸⁸ Lieth, 2007, S. 52; Schmidtchen, Berkeley Electronic Press 2001, Article 13 (2).

¹⁸⁹ Janson, 2004, S. 27f; Lieth, 2007, S. 52.

¹⁹⁰ Janson, 2004, S. 29.

¹⁹¹ Teigelack, Finanzanalysen und Behavioral Finance, 2009, S. 74; Klöhn, 2006, S. 86 mwN.

¹⁹² Klöhn, 2006, S. 85f.

¹⁹³ Klöhn, 2006, S. 85; Teigelack, 2009, S. 75.

¹⁹⁴ Klöhn, 2006, S. 85; Teigelack, 2009, S. 75.

¹⁹⁵ Rational expectations theory nach: Muth, Econometrica 29 (1961), 315

wie sie ist, spricht unverzerrt, und dass er andererseits seine Erwartungen in Kenntnis aller verfügbaren Informationen formuliert¹⁹⁶. Neue Informationen werden unmittelbar und ohne Verzögerung eingepreist¹⁹⁷. Die Theorie der rationalen Erwartung geht davon aus, dass sich der homo oeconomicus seine Erwartungen so bildet und danach handelt, dass, ausgehend von seinem Wissenstand, genau das passiert, was er erwartet. Wenn mangels vollständiger Informationen eine Divergenz zwischen Erwartungen und Wirklichkeit besteht, wird der homo oeconomicus sein Modell solange anpassen, bis es mit der Realität übereinstimmt¹⁹⁸. Durch die Anpassung der Erwartungen, kommt es auch zu einer Änderung der Wirklichkeit (wer z.B. einen Kursanstieg erwartet, kauft und setzt so selbst einen Impuls für den Kursanstieg), so dass am Ende eine Übereinstimmung subjektiver und objektiver Wahrscheinlichkeiten steht¹⁹⁹. Wenn die Erwartungen trotz Einpreisen aller Informationen immer noch vom tatsächlichen Ergebnis abweichen, liegt das an den Zufälligkeiten des jeweiligen Entscheidungsprozesses²⁰⁰, die aber durch gegenläufige Abweichungen anderer Akteure ausgeglichen werden.

Der homo oeconomicus in seiner reinen Form ist mithin ein unendlich schneller, allwissender und emotionsloser Kalkulator von Wahrscheinlichkeiten, der zu seinem eigenen Nutzen handelt. Ausgehend von dieser Grundlage stellt sich die Frage, ob der Gesetzgeber bei der Gestaltung anlegerschützender Regeln im Wesentlichen dem homo oeconomicus-Modell als Anlegerleitbild folgt. Die Antwort darauf findet sich, wenn man die anlegerschützenden Normen bzw. die dabei verwirklichten Anlegerschutzmodelle unter die Lupe nimmt.

C. Suche nach dem Anlegerleitbild im Anlegerschutzkonzept des Gesetzgebers

I. Relevanz des verwirklichten Anlegerschutzmodells

Wenn man bestimmen will, wie man eine bestimmte Personengruppe (hier: die Anlageinteressenten) schützen kann, braucht man ein klares Bild von dieser Personengruppe, das als Orientierung und Maxime der zu treffenden Schutzmaßnahmen fungiert²⁰¹. Mit anderen Worten: Nur wer eine klare und zutreffende Vorstellung von den Personen hat, die er vor Gefahren bewahren will, ist in der Lage ein stimmiges Schutzkonzept zu entwerfen. Andernfalls besteht immer das Risiko dass gut gemeinte Maßnahmen wirkungslos bleiben oder sogar kontra-intentional an der Realität vorbeigehen²⁰².

¹⁹⁶ Janson, 2004, S. 38; Klöhn, 2006, S. 86; Teigelack, 2009, S. 75.

¹⁹⁷ Man spricht dabei von Bayes-Gesetz: Klöhn, 2006, S. 86; Teigelack, 2009, S. 75.

¹⁹⁸ Dies ist die Kernaussage von Bayes-Gesetz. Dazu: Klöhn, 2006, S. 88.

¹⁹⁹ Blechschmidt, Untersuchung des Anlageverhaltens von Sparkassenkunden aus dem Blickwinkel der behavioral finance, 2007, S. 4.

²⁰⁰ Klöhn, 2006, S. 87.

²⁰¹ Lang, VuR 2004, 201 (206); Janson, 2004, S. 128.

²⁰² Beispiel dazu bei: Kirstein, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (6); siehe auch ein Zwischenergebnis der Studie im Auftrag des BMELV: Habschick/Evers, 2008, S. 96aE. Diese stellt zusammenfassend fest: „Aus der Finanzbildungsforschung und der Verhaltensökonomie gibt es belastbare Erkenntnisse dazu, warum klassische Informationsansätze, die nicht die Verhaltensweisen thematisieren, teilweise ins Leere laufen. Prozesse und Regulierungsansätze, die die Handlungsebene und die relevanten Anreizstrukturen ausblenden, laufen systematisch Gefahr, an der Praxis vorbei zu gehen.“

Eine normative Fixierung des gesetzgeberischen Anlegerleitbildes existiert nicht²⁰³. Aber auch ohne eine solche Definition, kann man es aus den gesetzlichen Regelungen ableiten. Denn wenn das Anlegerleitbild das Schutzkonzept vorgibt, dann muss sich aus einem verwirklichten Schutzkonzept auch auf ein zugrunde liegendes Anlegerleitbild rückschließen lassen.

Der Gesetzgeber hat aber auch zu einem Anlegerschutzkonzept an keiner Stelle konkrete Vorstellungen niedergeschrieben. Gleichwohl ist der Schutz der Anleger oft ein ausdrückliches Ziel neuerer anlegerbezogener Regulierung. Statt eines quasi übergeordneten „Anlegerschutzgesetzes“ finden sich so eine Vielzahl von anlegerschützenden Normen in den kapitalmarktrechtlichen Gesetzen wie dem WpHG²⁰⁴, aber auch in gesellschaftsrechtlichen Normenkatalogen, wie dem AktG²⁰⁵. Folglich muss man zunächst die relevanten Gesetze bzw. anlegerschützenden Normen nach dem darin jeweils abgebildeten Schutzkonzept durchsuchen. Anschließend kann man dann prüfen, ob in den verschiedenen Gesetzen und Normen im Ergebnis ein einheitliches Schutzkonzept verwirklicht wurde bzw. ob zumindest ein einheitliches Anlegerleitbild zugrunde gelegt wurde.

II. Grundlegendes zum Anlegerschutz: Gesetzgeberische Gründe, Anlegerrisiken & Schutzmodelle

1. Gründe für Anlegerschutz

Bevor man sich anschicken kann, ein Anlegerschutzkonzept herauszuarbeiten, ist zu klären, was Anlegerschutz eigentlich ist, warum der Gesetzgeber diesen verwirklichen will und vor welchen Risiken geschützt werden soll.

Anlegerschutz ist neben dem Funktionsschutz des Kapitalmarktes eines von zwei Regelungszielen des Kapitalmarktrechts²⁰⁶. Die Suche nach Gründen für Anlegerschutz ist nämlich nur auf den ersten Blick die Suche nach dem Zirkelschluss. Tatsächlich erschöpft sich die Aufgabe des Anlegerschutzes nicht im Schutz der Anleger vor persönlichen Risiken. Neben dem individuellen Anlegerschutz ist vor allem der institutionelle Anlegerschutz, d.h. der Schutz der Anleger als Gesamtheit, Ziel des Gesetzgebers. Denn der Schutz der Anlegergesamtheit ist eine zentrale Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes selbst²⁰⁷.

Aufgabe des Kapitalmarktes ist es, zum einen die Personen, die Geld aber keine Ideen haben mit denen zusammenzubringen, die Ideen aber kein Geld haben. Man spricht insoweit von der Kapitalaufbringungsfunktion²⁰⁸ des Kapitalmarktes – ausgeglichen werden die Kapitalnachfragen von Unternehm

²⁰³ Lang, VuR 2004, 201 (206).

²⁰⁴ So zum Beispiel § 31 WpHG, welcher Wohlverhaltenspflichten für den Umgang mit Anlegern durch Banken, Anlageberater usw. aufstellt. Dieser § basiert auf Art. 19 der RL 2004/39/EG (MiFID), welcher sich in einem Abschnitt der RL befindet, der mit „Bestimmungen zum Anlegerschutz“ überschrieben ist.

²⁰⁵ So zum Beispiel § 23 Abs. 5 AktG, welcher mit dem Gebot der Satzungsstrenge, die Verkehrsfähigkeit der Aktie sichert, indem sich ein Anleger darauf verlassen, vor überraschenden Abweichungen der Satzung vom AktG geschützt zu sein. *Seibt* in: Schmidt/Lutter, 23 Rdnr. 53; *Hirte* in: Lutter, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, Die aktienrechtliche Satzungsstrenge, S. 61 (65).

²⁰⁶ *Kümpel*, 2004, Rdnr. 8.388f.; *Bruski* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Vor § 104 Rdnr. 85.

²⁰⁷ *Beck* in: Schwark 3. Aufl., § 1 WpHG Rdnr. 2f.; *Kümpel*, 2004, Rdnr. 8.388f.; *Bruski* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Vor § 104 Rdnr. 85f.

²⁰⁸ *Brandt*, 2002, S. 42.

men mit den Kapitalangeboten von Anlegern. Weil also kurzfristig liquide Geldmittel in langfristig gebundene Betriebsvermögen umgewandelt werden, wird dies auch als Transformationsfunktion des Kapitalmarktes bezeichnet²⁰⁹. Neben der Kapitalaufbringungsfunktion ist auch die effiziente Kapitallenkung eine Aufgabe des Kapitalmarktes. Dabei geht es nicht um den mengenmäßigen Ausgleich von Geldmitteln auf Anbieter- und Nachfrageseite, sondern um die ökonomische Verteilung dieser Mittel durch die Anleger²¹⁰. Im Sinne einer positiven Gesamtwirtschaftsentwicklung sollen erfolgreiche bzw. erfolgversprechende Unternehmen von den Anlegern bevorzugt werden. Begrifflich wird dies als die Selektions- bzw. Allokationsfunktion des Kapitalmarktes bezeichnet²¹¹.

Für die Erledigung dieser Aufgaben bedarf der Kapitalmarkt der Anleger, die ihr Geld zur Verfügung stellen. Werden diese jedoch nicht vor Benachteiligungen und für sie untragbaren Risiken geschützt, so werden sie zunächst Verluste erleiden und sich früher oder später enttäuscht vom Kapitalmarkt zurückziehen²¹². Das führt dann zur Störung der genannten Kapitalmarktfunktionen.

Es gibt folglich zwei Gründe für Anlegerschutz: Einerseits beantwortet individueller Anlegerschutz die rechtsethische Frage nach der gerechten Verteilung von Risiken²¹³, d.h. dem Grad des Schutzes von individuellen Anlegern vor Übervorteilung bzw. unzumutbaren Risiken. Zum anderen dient Anlegerschutz dem damit in direktem Zusammenhang stehenden Schutz der Anlegergesamtheit, mithin der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes selbst²¹⁴.

2. Risiken bei der Anlageberatung

a) *Einführung*

Unter dem Begriff des individuellen Anlegerschutzes lässt sich alles subsumieren, was dem Schutz der Anleger vor bestimmten kapitalmarktrechtlichen Risiken und damit dem Erhalt des Vertrauens in die „gute Ordnung des Kapitalmarktes“²¹⁵ dient. Ausgehend von den oben dargestellten Zielen des Gesetzgebers bei der Schaffung von Anlegerschutz, stellt sich daher die Frage, vor welchen konkreten Risiken der Anleger geschützt werden soll.

b) *Traditionelle Kapitalmarktrisiken: Informationsrisiko*

Kapitalmarktrechtliche Risiken lassen sich traditionell nach einer Typologie von Hopt²¹⁶ in fünf verschiedene Klassen einordnen. Von diesen ist nur eine für die vorliegende Arbeit von wesentlicher Bedeu-

²⁰⁹ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effktengeschäfte Rdnr. 3.

²¹⁰ *Brandt*, 2002, S. 43.

²¹¹ *Bruski* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Vor § 104 Rdnr. 87f.; *Brandt*, 2002, S. 43.

²¹² *Brandt*, 2002, S. 59.

²¹³ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 1. Aufl., Effktengeschäfte Rdnr. 256.

²¹⁴ *Kümpel*, 2004, Rdnr. 8.388f.; *Bruski* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Vor § 104 Rdnr. 85f.

²¹⁵ *Schwark* in: *Lutter/Mertens/Ulmer*, Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985, 1985, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, S. 1087 (1092).

²¹⁶ *Hopt*, 1975, S. 82f. An dieser Klassifizierung wird bis heute festgehalten: *Pfeiffer*, Der Schutz des (Klein-) Anlegers im Rahmen der Verhaltenregeln der §§ 31, 32 WpHG, S. 11; *Schnyder* in: MüKo-BGB 5. Aufl., Internationales Kapitalmarktrecht Rdnr. 18.

tung. Hopt unterscheidet die Risiken nach dem Substanzerhaltungsrisiko²¹⁷, dem Informationsrisiko, dem Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko²¹⁸, dem Risiko der Interessenvertretung²¹⁹ und dem Konditionenrisiko²²⁰.

Von zentraler Bedeutung für das hier behandelte Problem, ist das Informationsrisiko. Dabei geht es um die Gefahren, welche sich bei der Bewertung von Investitionen und der Entscheidung für oder gegen eine Anlage im Zusammenhang mit Informationen ergeben²²¹. Im Einzelnen kommen dabei Nachteile aus der ungleichen Verteilung von Informationen (Informationsasymmetrien), aus dem Ausnutzen solcher Informationsasymmetrien durch andere Marktteilnehmer (Insiderhandeln), sowie durch gegenläufige Interessen der Anlageberater in Betracht²²². Kombiniert mit einer mehr oder weniger ausgeprägten Inkompetenz zur fachkundigen Beurteilung vorhandener Informationen, führt dies zu einer grundsätzlich bestehenden Überforderung des Anlegers²²³.

c) *Verhaltensrisiko (behavioral risk)*²²⁴

Entsprechend der Ausgangsthese dieser Arbeit gibt es aber noch ein weiteres Risiko bei der Anlageentscheidung, welches zu beachten ist, will man die Anlageinteressenten vor unökonomischen Entscheidungen schützen. Das Verhaltensrisiko beschreibt die Gefahr, dass sich aus begrenzten Fähigkeiten der Anlageinteressenten bei Aufnahme und Verarbeitung von Informationen schlechte Anlageentscheidungen ergeben. Tatsächlich bestehende Abweichungen der Anlageinteressenten vom Idealbild des kühl kalkulierenden Investors führen dazu, dass sie selbst beim Vorliegen aller relevanten Informationen nicht in der Lage sind, rationale Anlagenentscheidungen zu treffen.

Wenn der Anlageinteressent, unabhängig von den konkreten Informationen, bei den Vorgängen der Informationsgewinnung und -verarbeitung, sowie bei der Anlageentscheidung kognitiven Beschränkungen unterliegt, dann würde dies vom Informationsrisiko im traditionellen Sinn nicht erfasst. Ein Gesetzgeber der sich nur auf das überkommene Informationsrisiko bezieht, würde entscheidungserhebliche Umstände verkennen und Gefahr laufen, ineffiziente oder sogar kontraintentionale Regelungen zu erlassen. Das Verhaltensrisiko stünde also in untrennbarem Zusammenhang mit dem Informationsrisiko und wäre bei den Maßnahmen zur Senkung des Informationsrisikos stets zu beachten.

Ob dies tatsächlich so ist, sprich ob neben der traditionell als Informationsrisiko bezeichneten Gefahr für den Anleger noch ein Verhaltensrisiken bei der Regulierung der Anlageberatung zu beachten ist, wird im weiteren Verlauf der Arbeit überprüft.

²¹⁷ Dabei geht es um die Gefahr die angelegten Gelder ganz oder teilweise einzubüßen. Dazu: *Hopt*, 1975, S. 83.

²¹⁸ Das Anlegerrisiko besteht hier in einem ungetreuen bzw. anlegerschädigenden Verhalten der Bank bei der Verwaltung von der Bank anvertrauten Geldern. Dazu: *Hopt*, 1975, S. 132–137.

²¹⁹ Hierbei ist die Gefahr gemeint, die sich aus möglichen Interessenkonflikten im Rahmen der Hilfe einer Bank bei der Wahrnehmung bestimmter Anlegerrechte aus der Anlage selbst (z.B. Stimmrecht auf der Aktionärshauptversammlung) ergibt. Dazu: *Hopt*, 1975, S. 137–144.

²²⁰ Hierbei geht es um die Gefahr, dass dem Anleger bei der Ausführung von Effektengeschäften ungünstige Ausführungsbedingungen (z.B. unbotmäßige Haftungsfreizeichnungen) „untergeschoben“ werden. Dazu: *Hopt*, 1975, S. 82f.

²²¹ *Hopt*, 1975, S. 83–132; ihm folgend: *Schnyder* in: MüKo-BGB 5. Aufl., Internationales Kapitalmarktrecht Rdnr. 18; *Kümpel*, 2004, Rdnr. 16.507; *Pfeiffer*, S. 11.

²²² *Hopt*, 1975, S. 83–132.

²²³ So bereits: *Hopt*, 1975, S. 89.

²²⁴ Begriff nach: *Law*, HKLJ 2010, 14

3. Anlegerschutzmodelle

a) Einführung

Weil ein Anlegerleitbild das notwendige Schutzkonzept vorgibt, kann man mittels einer Art juristischen *reverse engineering*²²⁵ auch aus dem verwirklichten Schutzkonzept auf das diesem zugrunde liegende Anlegerleitbild schließen²²⁶. Dazu wird im Folgenden das jeweils verwirklichte Schutzkonzept bei verschiedenen anlegerschützenden Regelungen herausgearbeitet. Untersucht werden vor allem solche Normen, die einen Bezug zur Anlageberatung haben, sprich deren Schutzwirkung an der Regelung des Vorganges der Anlageberatung anknüpft.

Die grundsätzlich zur Verfügung stehenden Schutzkonzepte bzw. -modelle lassen sich in drei Hauptmodelle einteilen – das Informationsmodell, das paternalistischen Schutzmodell und das Wettbewerbsmodell. Allen drei Modellen liegen jeweils unterschiedliche Anlegerleitbilder zugrunde.

b) Wettbewerbsmodell

Das Wettbewerbsmodell geht davon aus, dass Vertragsfreiheit und Wettbewerb für ausreichenden Anlegerschutz sorgen²²⁷. Hintergrund ist die Vorstellung, dass beim (Anlageberatungs-)Vertrag die Interessen der Parteien optimal zum Ausgleich kommen. Soweit dies im Einzelfall nicht gelingt, sorgt jedenfalls der Wettbewerb (unter den Anlageberatern) dafür, dass etwaige Ungleichgewichte ausgeglichen werden²²⁸. Leitbild des Anlegers im Rahmen der Anlageberatung ist also der eigenverantwortliche, rationale Anlageinteressent, der seine eigenen Interessen wahrnimmt, die sich daraus ergebenden Risiken selbst trägt und tragen kann²²⁹.

c) (Paternalistisches) Schutz- bzw. Sozialmodell

Außerdem gibt es das paternalistische Schutzmodell oder Sozialmodell²³⁰. Danach können die Schwächen des Anlageinteressenten auch durch die umfassendste Aufklärung und Information nicht ausgeglichen werden²³¹. Die gestörte Vertragsparität mündet in einer Unterlegenheit des Anlegers²³², bei der die Gefahr der einseitigen Fremdbestimmung im Vertrag nur durch ein regelndes Eingreifen des Gesetzgebers beseitigt werden kann²³³.

Die dafür notwendige Regulierung kann grundsätzlich zwei verschiedene Ansätze verfolgen, je nach dem wie man die Unterlegenheit des Anlegers einordnet. Geht man davon aus, dass diese lediglich

²²⁵ Dies bezeichnet den Vorgang, aus einem fertigen Produkt oder System durch Untersuchung der verwendeten Methoden und Strukturen auf die Konstruktionselemente, hier also das zugrunde gelegte Anlegerleitbild, zu schließen. Weitere Informationen unter: http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse_engineering Zuletzt abgerufen am 02.12.2010.

²²⁶ Siehe dazu oben Kapitel 4 C. I. S. 29f.

²²⁷ So für das Verbraucherleitbild: *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 3.

²²⁸ *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 3.

²²⁹ *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 6.

²³⁰ *Rehberg*, Der Versicherungsabschluss als Informationsproblem, 2003, S. 73.

²³¹ So für das Verbraucherleitbild: *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 5.

²³² So für die Situation des Verbrauchers: *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 5.

²³³ *Märker*, NJOZ 2010, 524 (526).

situativ ist, d.h. nur in bestimmten Katalogsituationen vorliegt, muss man für jede dieser Situationen schützende Regelungen aufstellen. Im Rahmen des Verbraucherschutzes geschieht dies z.B. durch die Regeln zum Fernabsatz oder für „Haustürsituationen“²³⁴. Geht man aber davon aus, dass es sich bei der Unterlegenheit nicht nur um eine situative, sondern um eine umfassende und in jeder Lage bestehende Benachteiligung handelt, dann folgt daraus die Notwendigkeit, den gesamten Bereich der Anlageberatung einem Sonderrecht zu unterstellen.

d) *Informationsmodell*

Schließlich kann Anlegerschutz auch durch ein Informations- und Beratungsmodell verwirklicht werden. Dieses geht davon, dass sich ausreichender Anlegerschutz durch die umfassende Zurverfügungstellung von Informationen an den Anleger sowie eine objekt- und anlegergerechte Beratung verwirklichen lässt²³⁵. Grundlage ist die Annahme, dass der Anleger nur wegen eines auf Informationsasymmetrie zu rückgehenden Informationsdefizites unterlegen und diesbezüglich schützenswert ist²³⁶. Wird dieses Defizit durch Aufklärung und Beratung ausgeglichen, kann der Anleger auf Grundlage des Informationsmodells die Risiken einer Anlageentscheidung erkennen und rational bewerten²³⁷.

Das Anlegerleitbild, welches dem Informationsmodell zugrunde liegt, entspricht einem eingeschränkten homo oeconomicus-Modell²³⁸. Mit der Erwartungsnutzentheorie²³⁹ lässt es sich vollständig in Übereinstimmung bringen und mit der Theorie der rationalen Erwartungen zumindest insoweit, als das der Anlageinteressent die Wirklichkeit unverzerrt wahrnimmt. Lediglich die zweite Annahme der Theorie der rationalen Erwartungen teilt der Gesetzgeber bei der Verwendung des Informationsmodells nicht. Er geht nicht davon aus, dass dem Anlageinteressenten bereits alle verfügbaren Informationen vorliegen, sondern dass zunächst noch bestimmte Informationen fehlen. Werden dem Anlageinteressenten diese aber mittels Aufklärungs- und Informationspflichten zur Verfügung gestellt, ist er der rationale Entscheider des homo oeconomicus-Modells.

e) *Relevante anlegerschützende Normen*

Für die Analyse des zugrunde liegenden Anlegerleitbildes kommen nur Normen in Betracht, die individuellen Anlegerschutz beabsichtigen. Wie bereits bei der Klassifizierung der typischen Anlegerrisiken erwähnt, ist eine Norm dann anlegerschützend, wenn sie die Gefahr der Verwirklichung eines Risikos eindämmt oder verhindert. Wenn eigentlich andere Ziele verfolgt werden und die anlegerschützende Wirkung lediglich als Reflex auftritt, muss zunächst untersucht werden, ob sich der Gesetzgeber überhaupt Gedanken über die anlegerschützenden Wirkungen der Norm und ein zugrunde liegendes Anlegerleitbild gemacht hat.

²³⁴ Weick in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 5.

²³⁵ So auch: Brandt, 2002, S. 31 und Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.2, der den Anleger des Informationsmodells wie den homo oeconomicus beschreibt (siehe dazu oben Kapitel 4 B. II S. 27f.).

²³⁶ Ebenso, wenn auch bei der Betrachtung des Verbrauchers: Weick in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 4.

²³⁷ Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.2; Teigelack, 2009, S. 83.

²³⁸ Siehe dazu oben Kapitel 4 B. II. S. 27.

²³⁹ Siehe dazu oben Kapitel 4 B. II. S. 27f.

Da nach herkömmlichem Verständnis nur die von Hopt als Informationsrisiko²⁴⁰ bezeichnete Gefahr für den Anlageinteressenten im Mittelpunkt steht, werden Normen gesucht, die daran anknüpfen. Eine anlegerschützende Norm muss den Abbau von Informationsasymmetrie bezwecken bzw. das Ausnutzen derselben verhindern. Auf das Verhaltensrisiko muss sich eine anlegerschützende Norm also (noch) nicht beziehen. Denn ob sich auch aus den individuellen Informationsaufnahme- und -verarbeitungsfähigkeiten des Anlageinteressenten schützenswerte Risiken ergeben, wird hier erst untersucht.

D. Anlegerschutzkonzepte und Anlegerleitbild(er) anlegerschützender Normen

I. WpHG: Die Wohlverhaltenspflichten

1. Die Wohlverhaltenspflichten des WpHG 1994

Das WpHG wurde 1994 durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz²⁴¹ neu gefasst. Ein Ziel des Gesetzgebers bei der Schaffung des WpHG war die Verbesserung des Anlegerschutzes²⁴². Dazu hieß es im Regierungsentwurf von 1994:

„Für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ist das Vertrauen der Anleger von entscheidender Bedeutung. [...] Darüber hinaus will das Gesetz das Vertrauen der Anleger durch konkrete Verbesserungen im Bereich des Anlegerschutzes erhöhen. Die Chancen des gleichberechtigten, schnellen Zugangs zu öffentlichen Informationen über die Gegenstände des Wertpapiermarktes sollen verbessert und der Umfang der zu veröffentlichen Informationen erweitert werden. Dies sind entscheidende Voraussetzungen für ein gerechtes und effizientes Marktergebnis.“²⁴³

Hinter dem WpHG 1994 stand also die Regulierungsphilosophie, dass der Anleger sich selbst ein Bild von den Risiken einer Investitionsentscheidung machen soll und auch kann. Obgleich Wohlverhaltenspflichten wie sie dann in den §§ 31f. WpHG niedergelegt wurden, nicht Gegenstand des Regierungsentwurfes waren²⁴⁴, wurden sie zum Ende des Gesetzgebungsverfahrens noch aufgenommen²⁴⁵. Entsprechend der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages²⁴⁶ soll der Anlageinteressent durch die Verhaltenspflichten

²⁴⁰ Siehe dazu oben Kapitel 4. C. II. 2. b) S. 31f.

²⁴¹ BGBl. I, 1994, S. 1749f.

²⁴² BT-Drucks. 12/6679 S. 33.

²⁴³ BT-Drucks. 12/6679 S. 33.

²⁴⁴ BT-Drucks. 12/6679.

²⁴⁵ Auf Betreiben der Deutschen Bundesbank *Ilg*, Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die Richtlinie 2004/39/EG: eine Verbesserung des Anlegerschutzes im Vergleich zum derzeitigen deutschen Recht?, 2006, S. 140.

²⁴⁶ BT-Drucks. 12/7918 S. 103f.

„in die Lage versetzt werden, die Tragweite und Risiken seiner Anlageentscheidung einzuschätzen [...] Zu diesem Zweck muss der Kunde alle zweckdienlichen Informationen erhalten.“

Der Gesetzgeber setzte mit diesen Wohlverhaltenspflichten also auf die Schaffung von Anlegerschutz durch das Informationsmodell. Die Anlageberatung war damals jedoch noch nicht vom WpHG geregelt²⁴⁷, obwohl die EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie von 1993²⁴⁸ bereits vor Erlass des WpHG vorsah, dass die Anlageberatung eine Wertpapiernebenleistung ist. Die Aufnahme der Anlageberatung, zunächst als Wertpapiernebenleistung, geschah dann durch das Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften von 1997²⁴⁹. Der wesentliche Unterschied zur heutigen Rechtslage bestand darin, dass die Anlageberatung nur dann den Wohlverhaltenspflichten unterworfen war, wenn sie anlässlich einer Wertpapierdienstleistung, wie z.B. einem Effektengeschäft, vorgenommen wurde. Für die hier relevanten Fragen nach dem Anlegerleitbild bzw. dem Schutzkonzept ergeben sich aus der ehemals anderen Einordnung keine Konsequenzen, da dies keinen Einfluss auf die hier vorgenommene Analyse der Wohlverhaltenspflichten bzw. das diesen zugrunde liegende Anlegerleitbild hat.

Aus den Gesetzesmaterialien lässt sich, ebenso wie aus der schlichten Tatsache, dass das Informationsmodell verwendet wurde, folglich der Schluss ziehen, dass der Gesetzgeber von einem rationalen handelnden Anleger ausging.

2. Die Informationspflichten nach Umsetzung der MiFID

An den Wohlverhaltenspflichten änderte sich bis zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)²⁵⁰ durch das FRUG nichts, was auf eine Änderung des Anlegerleitbildes schließen lässt²⁵¹. Durch das FRUG wurden die Wohlverhaltenspflichten dann erheblich erweitert und spezieller geregelt. In § 31 WpHG wurden die Absätze 3-9 neu gefasst bzw. eingeführt. Neben allgemeinen Informationspflichten wurden auch besondere für die Anlageberatung eingeführt, da diese erst jetzt unmittelbar dem Regime der Wohlverhaltenspflichten unterworfen wurde²⁵².

An der grundsätzlichen Regulierungsphilosophie, wonach Anlegerschutz mittels des Informationsmodells geschaffen würde, änderte sich aber auch dabei – zumindest auf den ersten Blick – nichts. Der Anlageinteressent sollte weiterhin über alle relevante Fakten unterrichtet werden, um so

„auf informierter Grundlage eine sinnvolle Anlageentscheidung [...] treffen [zu]

²⁴⁷ Siehe zur heutigen Situation oben Kapitel 2 B. S. 6f.

²⁴⁸ RL 93/22/EWG. Die Anlageberatung wird dort in Art. 11 S. 3, Abschnitt C Nr. 6 des Anhangs geregelt.

²⁴⁹ BGBl. I, 1997, S. 2518f.

²⁵⁰ RL 2004/39/EG.

²⁵¹ *Ilg*, 2006, S. 140 für die Zeit bis 2006.

²⁵² Siehe dazu oben Kapitel 2 B. S. 6f.

können²⁵³.

Dementsprechend ist in § 31 Abs. 3 WpHG auch vorgegeben, dass Anlageberater verpflichtet sind²⁵⁴,

„Kunden rechtzeitig und in verständlicher Form Informationen zur Verfügung zu stellen, die angemessen sind, damit die Kunden nach vernünftigem Ermessen die Art und die Risiken der ihnen angebotenen oder von ihnen nachgefragten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidungen treffen können.“²⁵⁵

Die Formulierung „vernünftiges Ermessen“ impliziert, ebenso wie der Umstand, dass es allein auf Informationen als Grundlage einer Anlageentscheidung ankommt, dass sich das Anlegerleitbild also nicht grundsätzlich geändert zu haben scheint.

Der Gesetzgeber steht ausweislich der verwendeten Schutzmaßnahmen weiterhin auf dem Standpunkt, dass es grundsätzlich ausreicht, dem Anleger alle relevanten²⁵⁶ Informationen zu offenbaren, um ausreichenden Anlegerschutz zu schaffen. Anknüpfungspunkt aller Wohlverhaltenspflichten ist weiterhin der eigenverantwortliche und rational handelnde Anleger²⁵⁷.

Aus dem WpHG selbst ergibt sich nichts, was weitere Hinweise auf das Anlegerleitbild des Gesetzgebers im Rahmen der Wohlverhaltenspflichten gibt. Dafür finden sich solche aber in der WpDVerOV²⁵⁸ und diese lassen, wie im Folgenden zu sehen sein wird, Zweifel daran aufkommen, ob trotz des nach wie vor angewendeten Informationsmodells, der rationale handelnde Anlageinteressent als Maßstab noch durchweg maßgeblich ist.

3. Die Konkretisierung der Informationspflichten durch die WpDVerOV

Die WpDVerOV erging in Umsetzung der DRiL²⁵⁹ und dient u.a. zur Definition neu eingeführter Begriffe und zur Konkretisierung der Vorgaben des FRUG²⁶⁰. In Bezug auf das Anlegerleitbild des Gesetzgebers

²⁵³ BT-Drucks. 16/4028 Begründung zu § 31 Abs. 3 WpHG.

²⁵⁴ § 31 Abs. 3 WpHG spricht von Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu denen gemäß §§ 2 Abs. 3 Nr. 9 i.V.m. 2 Abs. 4 WpHG auch die Unternehmen gehören, die Anlageberatung vornehmen.

²⁵⁵ Grundlage dafür ist Art. 19 Abs. 3 MiFID (2004/39/EG). Dort steht, dass „angemessene Informationen zur Verfügung zu stellen [sind] [...] so dass [die Anleger] nach vernünftigem Ermessen die genaue Art und die Risiken der Wertpapierdienstleistungen und des speziellen Typs von Finanzinstrument, der ihnen angeboten wird, verstehen können und somit auf informierter Grundlage Anlageentscheidungen treffen können.“

²⁵⁶ Was relevant ist, bestimmt entweder der Gesetzgeber ausdrücklich, indem er es festlegt (z.B. der Informationskatalog in § 31 Abs. 3 WpHG) oder er überlässt es den Gerichten einen unbestimmten Rechtsbegriff auszufüllen (z.B. mit dem Begriff der zur Kursbeeinflussung „geeigneten Informationen“ in § 13 WpHG).

²⁵⁷ *Rothenhöfer* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 Rdnr. 178; ebenso: *Teigelack*, 2009, S. 83, der dieses Ergebnis allerdings für den Bereich der Finanzanalysen aus den diesbezüglichen Offenbarungs- und Informationspflichten ableitet.

²⁵⁸ Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen. BGBl. I, 2007, S. 1432f.

²⁵⁹ Durchführungsrichtlinie zur MiFID RL 2006/73/EG.

²⁶⁰ Einleitung der Begründung zur WpDVerOV. Abrufbar unter http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/FRUG/finanzmarkt_richtlinie_umsetzungsg_pdf/begrueundung_WpDVerOV.pdf. Abgerufen am 3.11.2010.

finden sich an verschiedenen Stellen Aussagen, von denen man eigentlich annehmen sollte, dass sie wie auch das WpHG den rationalen Anlageinteressenten im Blick haben. Schließlich sollen sie das WpHG ja nur konkretisieren und definieren. Einige Regelungen erscheinen allerdings nicht wirklich in diesem Sinne ausgerichtet zu sein.

So finden sich in § 4 WpDVerOV Präzisierungen des Gesetzgebers zum Begriff der „redlichen, eindeutigen und nicht irreführenden“, d.h. verständlichen²⁶¹, Informationen wie sie von § 31 Abs. 2 WpHG gefordert werden. Diese richten sich zunächst einmal nur an Privatkunden, klammern also professionelle Anleger aus, § 31a WpHG. Ein Umkehrschluss, wonach sich aus der Abspaltung der professionellen Anleger auf eine bestimmte Informationsverarbeitungskapazität der Kleinanleger schließen lässt, ist zwar nicht zulässig. Denn durch § 4 WpDVerOV wird nur der Umfang der zur Verfügung zu stellenden Informationen definiert und nicht etwa ein vom Rationalmodell abweichendes Verhalten des Kleinanlegers unterstellt. Allerdings ist es einem rationalen Anlageinteressenten im Sinne des homo oeconomicus Modells gleichgültig, wie Informationen dargestellt werden. Solange diese korrekt sind, wird er sie unverzerrt aufnehmen und verarbeiten. Der Umstand, dass die Darstellung von Informationen nach Ansicht des Gesetzgebers überhaupt einer Regelung bedarf, ist daher Anlass, das dahinterstehende Anlegerleitbild zu untersuchen.

Nach § 4 Abs. 1 WpDVerOV haben die Informationen für den angesprochenen Kundenkreis verständlich zu sein. Sie sind dies, wenn sie insbesondere die in den § 4 Abs. 2 – 11 aufgeführten Voraussetzungen erfüllen. Maßstab für die Beurteilung der Verständlichkeit sind gemäß Art. 27 Abs. 2 S. 3 DRiL die

„[...] durchschnittlichen Angehörigen der Gruppe, an die sie gerichtet sind bzw. zu der sie wahrscheinlich gelangen“

Ob der durchschnittliche Angehörige (sprich: Kleinanleger) bei der Informationsverarbeitung rational ist oder nicht, ergibt sich nicht aus dem so festgelegten Anwendungsbereich, sondern ist anhand anderer Anhaltspunkte zu bestimmen. Solche finden sich in den Verhaltensvorschriften, die Anlageberater zu beachten haben, wenn sie Information an Kunden weiterreichen. Auch diese lassen am Anlegerleitbild des rationalen Anlageinteressenten Zweifel aufkommen. So steht z.B. in § 4 Abs. 2 WpDVerOV:

„Mögliche Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder eines Finanzinstruments dürfen nur hervorgehoben werden, wenn gleichzeitig eindeutig auf etwaige damit einhergehende Risiken verwiesen wird. Wichtige Aussagen oder Warnungen dürfen nicht unverständlich oder abgeschwächt dargestellt werden.“

In der Begründung zur WpDVerOV steht weiterhin, dass dazu auch gehört:

„[...] dass diese Aussagen von der Form her angemessen sind. Eine abgeschwächte und damit nicht zulässige Darstellung kann beispielsweise dann vorliegen, wenn auf Risiken

²⁶¹ Siehe oben Kapitel 2 B. II. S. 10f.

ken lediglich in einer Fußnote oder durch drucktechnisch abschwächende Art (z.B. kleinere Schrift) hingewiesen wird.“

§ 4 WpDVerOV regelt auch für weitere Fälle die Art und Weise der Informationsdarstellung. So wird in § 4 Abs. 3 – 7 WpDVerOV en detail geregelt, auf welche Art und Weise Vergleiche zwischen verschiedenen Finanzinstrumenten angestellt werden dürfen. Außerdem ist genau festgehalten, inwieweit der Anlageberater (simulierte) früheren Wertentwicklungen als Hilfsmittel bei der Anlageberatung heranziehen darf, um daraus auf künftige Wertentwicklungen zu schließen. So wird ihm z.B. vorgegeben, dass er grundsätzlich mindestens einen Zeitraum von fünf Jahren berücksichtigen muss.

Aus diesen Konkretisierungen zur ordnungsgemäßen Darstellung der Pflichtinformationen kann man ableiten, dass der Gesetzgeber zwar am Informationsmodell festhält, dabei jedoch Abweichungen des Anlageinteressenten vom homo oeconomicus-Modell anzunehmen scheint. Denn nach dem homo oeconomicus-Modell ist der Anleger unbegrenzt in der Lage, neue Informationen zu verarbeiten. Außer dem geht die Ökonomik davon aus, dass der homo oeconomicus die Realität unverzerrt wahrnimmt. Die Art und Weise der Darstellung bei gleichem Inhalt dürfte eigentlich nicht von Bedeutung sein. Ebenso ist es eigentlich eine Selbstverständlichkeit, dass sich aus der vergangenen Kursentwicklung nicht auf die zukünftige schließen lässt. Der Gesetzgeber sah sich gleichwohl veranlasst, die Anlageberater zu einem entsprechenden Hinweis zu verpflichten, sofern sie auf die Vergangenheit Bezug nehmen. So schreibt § 4 Abs. 7 WpDVerOV vor:

„Die [...] dargestellten Wertentwicklungen müssen jeweils deutliche Hinweise enthalten, [...] dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.“

Obwohl also weiterhin das Informationsmodell verwendet wird, scheint der Gesetzgeber nunmehr im Rahmen der Informationspflichten nicht von einem uneingeschränkt rationalen Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten der Anleger auszugehen²⁶².

4. Informierungspflicht, Geeignetheit und Verständnisprüfung

Hinweise auf das Anlegerleitbild ergeben sich auch aus den besonderen Wohlverhaltenspflichten für Anlageberater in § 31 Abs. 4 WpHG. Aufschlussreich ist dabei vor allem die Explorationspflicht und der damit verbundene Geeignetheitstest. Sinn und Zweck der Regelung ist es, dass einem Anlageinteressenten nur solche Anlagen empfohlen werden, die für ihn vor dem Hintergrund seiner persönlichen Umstände geeignet sind²⁶³. Gemäß § 31 Abs. 4 WpHG muss der Anlageberater

„[...] von den Kunden alle Informationen einholen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten [...]

²⁶² So, zumindest in Bezug auf früherer Wertentwicklungen, auch: *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 19, der dabei allerdings nur auf Privatkunden abstellt.

²⁶³ *Kümpel*, 2004, Rdnr. 16.574.

die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie geeignetes Finanzinstrument [...] empfehlen zu können. Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob [...] der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann.“

Anknüpfungspunkte für eventuelle Abweichungen des jeweiligen Anlageinteressenten vom homo oeconomicus-Modell können die Begriffe „Kenntnisse“ und „Erfahrungen“ sein. Denkbar ist, dass der Gesetzgeber diese Begriffe quasi als Öffnungsklauseln eingefügt hat, um in jedem Einzelfall die Möglichkeit zu eröffnen, auf eingeschränkt rationales Verhalten Rücksicht zu nehmen. Allerdings geben Art. 19 Abs. 4 MiFID, auf dem § 31 Abs. 4 WpHG beruht, und die konkretisierenden Art. 35 – 37 DRiL für diese Interpretation keinen Anhaltspunkt her.

Art. 19 Abs. 4 MiFID gibt zunächst lediglich die Begriffe „Kenntnisse und Erfahrungen“ vor, ohne weiter auf sie einzugehen. In Art. 35 Abs. 1 c) DRiL ist festgelegt, dass eine Empfehlung nur dann abgegeben werden darf, wenn der Anlageinteressent mit seinen „Kenntnissen und Erfahrungen“ in der Lage ist, die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Ein Hinweis darauf, was nun unter den Begriffen genau zu verstehen ist, ergibt sich erst aus Art. 37 DRiL. Danach kommt es bei der inhaltlichen Bestimmung der jeweiligen „Kenntnisse und Erfahrungen“ eines bestimmten Anlageinteressenten auf die:

- „a) Art der Dienstleistungen, Geschäfte und Finanzinstrumente, mit denen der Kunde vertraut ist;*
- b) Art, Umfang und Häufigkeit der Geschäfte des Kunden mit Finanzinstrumenten und Zeitraum, in dem sie getätigt worden sind;*
- c) Bildungsstand und Beruf oder relevanter früherer Beruf des Kunden bzw. potenziellen Kunden.“*

an. Das deutsche Pendant der DRiL, die WpDVerOV, gibt diese Maßgaben in § 6 ohne weitere Ergänzungen wider und auch in der Begründung zur WpDVerOV finden sich keine weiterführenden Hinweise. Auf Grundlage des Wortlautes der genannten Normen und bei Auswertung der Materialien ergibt sich also, dass es im Rahmen der Ausfüllung dieser Begriffe nicht auf das Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten als inneres Merkmal des Anlageinteressenten ankommt, sondern auf äußere Faktoren. Erfahrungen werden danach lediglich anhand der selbst vorgenommenen Wertpapiergeschäfte festgemacht und Kenntnisse kraft angegebener Ausbildung und Selbststudium unterstellt²⁶⁴.

§ 31 Abs. 4 S. 2 WpHG schreibt aber nicht nur die Einholung von Angaben zu Kenntnissen und Erfahrungen vor, sondern weiterhin die Pflicht des Anlageberaters, zu prüfen, ob der Anlageinteressent auf deren Grundlage die anstehenden Risiken versteht. Zu der Frage, wie sich die Angaben zu Erfahrungen und Kenntnissen auf diese Prüfung auswirken haben oder zumindest auswirken könnten, finden sich keine Andeutungen in den Materialien. In der Literatur wird diesem Punkt nur vereinzelt Beachtung geschenkt²⁶⁵, dann aber zu Recht darauf abgestellt, dass es an dieser Stelle der Anlageberatung auf die

²⁶⁴ *Rothenhöfer* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 Rdnr. 244.

²⁶⁵ *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 46, 49; *Schäfer* in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht: Aktiengesetz, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Steuerrecht, Europarecht, 2007, § 31 WpHG Rdnr. 17.

Prüfung der individuelle Informationsverarbeitungsfähigkeiten des Anlageinteressenten durch den Anlageberater ankommen muss²⁶⁶.

Wie die Prüfung dann im Detail zu erfolgen hat, war jedoch bisher nicht im Fokus der rechtswissenschaftlichen Literatur, was an den erheblichen Schwierigkeiten bei der praktischen Umsetzung liegen könnte. Problematisch an der Prüfungspflicht des Anlageberaters ist nämlich, dass dieser nach § 31 Abs. 4 WpHG anhand von äußerlichen Merkmalen (wie etwa der Anzahl der getätigten Wertpapiergeschäfte oder der formalen Bildung) auf innere Eigenschaften (wie eben das Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten) des Anlageinteressenten schließen müsste. Nur so könnte er prüfen, ob der Anlageinteressent die Risiken wirklich verstanden hat. Dies kann aber nicht schematisch erfolgen, da auch hauptberufliche Börsenhändler regelmäßig schwere Fehler machen können²⁶⁷. Aus der Anzahl der getätigten Geschäfte und dem Beruf lässt sich also kaum etwas ableiten, was auf die Verständnisfähigkeit des Anlegers schließen lässt²⁶⁸.

Um etwaige Abweichungen des Anlageinteressenten vom homo oeconomicus-Modell feststellen zu können, müsste der Anlageberater zuerst einmal wissen, welche Abweichungen möglich sind und wie sie sich auswirken können. Denn schließlich darf er nach den Wohlverhaltenspflichten ja eigentlich davon ausgehen, dass er es mit einem rationalen Anleger zu tun hat, dem lediglich noch vollständige Informationen fehlen, um eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung treffen zu können²⁶⁹.

Der Anlageberater müsste sich also in jedem Einzelfall Gedanken über die individuelle Verständnisfähigkeit des Anlageinteressenten machen. Eine solche Pflicht ergibt sich aber nicht aus dem Gesetz. Da konkrete Vorgaben zu Umfang und Ablauf der Prüfung nach § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG fehlen, mangelt es schon an einer hinreichend bestimmten gesetzlichen Pflicht. Ausweislich der abzufragenden Kundenangaben besteht lediglich das Erfordernis, die intellektuellen Fähigkeiten des Anlageinteressenten durch eine schematische Verknüpfung bestimmter äußerer Merkmale (z.B. eine bestimmte Anzahl riskanter Wertpapiergeschäfte) mit bestimmten inneren Merkmalen (Fähigkeit das Risiko dieser Art von Geschäften abschätzen zu können) zu eruieren. Dafür spricht auch der Umstand, dass die Abfrage der notwendigen Angaben mittels Fragebogen möglich ist, was eine individuelle Prüfung des Rationalverhaltens von vornherein wenig aussichtsreich erscheinen lässt.

Dies bedeutet also, dass die Abfrage der Kenntnisse und Fähigkeiten des Anlageinteressenten eine bloße Förmerei bleibt, soweit man damit auf die tatsächliche Verständnisfähigkeit des Anlageinteressenten schließen will. Die Annahme, dass ein Umstand wie der erlernte Beruf etwas über das Rationalverhalten des Anlegers aussagt, wird täglich widerlegt. Man kann die Regelung allenfalls als rechtspaternalistisches Gebot, bestimmten Anlegerkreisen den Erwerb von bestimmten Finanzinstrumenten zu erschweren, weil sie wegen ihrer Zugehörigkeit zu einer bestimmten Gruppe (vermutlich) nicht in der Lage sind, bestimmte Risiken richtig zu verstehen. Denn der Geeignetheitstest, und insbesondere die Verständnisprüfung, zielen nicht auf eine Kontrolle des tatsächlich Verstandenen ab. Unterschiede in der individuel

²⁶⁶ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 49; Schäfer in: *Heidel*, 2007, § 31 WpHG Rdnr. 17.

²⁶⁷ Siehe z.B. Nick Leeson oder Jérôme Kerviel: beide haben als Börsenhändler ihre eigenen Banken ruiniert bzw. in Milliardenhöhe geschädigt bevor dies aufgedeckt wurde. Siehe dazu auch das Urte. des OLG Nürnberg ZIP 1998, 380 bei welchem es sich um einen der sogenannten „Fokker“-Fälle handelt. Dort war die erfolgreiche Klägerin bei der Beklagten als Bankkauffrau angestellt und hatte diese wegen Schlechtberatung verklagt.

²⁶⁸ Der Gesetzgeber scheint dennoch genau davon auszugehen. Dazu: Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 46.

²⁶⁹ BT-Drucks. 16/4028 Begründung zu § 31 Abs. 3 WpHG: dort steht, dass vollständige Daten es dem Anleger ermöglichen sollen „auf informierter Grundlage eine sinnvolle Anlageentscheidung [zu] treffen“.

len Verständnisfähigkeit finden im Rahmen des Geeignetheitstests also keine Berücksichtigung. Letztlich kann man aus der gesetzgeberischen Annahme, dass es bei der Fähigkeit, ein Risiko richtig zu beurteilen allein auf Kenntnisse und Erfahrungen, sprich Ausbildung und eine gewisse Anzahl von früheren Effek tengeschäften, ankommt, den Schluss ziehen, dass der Gesetzgeber von einem rationalen Anleger aus geht.

5. Zwischenergebnis zum Anlegerleitbild im Rahmen der Wohlverhaltenspflichten

Aus den obigen Ausführungen ergibt sich somit zweierlei:

Erstens: Grundsätzlich geht der Gesetzgeber von einem rationalen Anlageinteressenten aus, das verwendete Anlegerschutzmodell ist konsequenterweise das Informationsmodell.

Der relativ jungen DRiL und ihrer nationalen Umsetzung, der WpDVerOV, liegt jedoch die (zu treffende²⁷⁰) Annahme zugrunde, dass sich Privatkunden von der Fülle und der Art und Weise der Darstellung von Informationen beeinflussen lassen. Der Gesetzgeber geht also offenbar davon aus, dass bestimmte Informationen, zumindest für Privatanleger, erst aufbereitet werden müssen, damit sie von diesen verstanden werden. Das lässt sich aber mit dem (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modell nicht in Übereinstimmung bringen. Dies gilt sowohl in Bezug auf den Umstand, dass es auf die Art und Weise der Darstellung und den Umfang der Informationen ankommt, als auch in Bezug auf die Annahme, dass dies bloß Privatanleger betrifft.

Anstatt, was bei Zugrundelegung des homo oeconomicus-Modells zu erwarten wäre, nur dafür zu sorgen, dass alle (notwendigen) Informationen rechtzeitig zur Verfügung gestellt werden, regelt der Gesetzgeber in bestimmten Fällen auch, wie das zu passieren hat. Damit führt er aber das, den Wohlverhaltenspflichten zugrunde liegende, Informationsmodell ad absurdum. Denn einerseits will er Anlegerschutz im Rahmen der Anlageberatung nach wie vor lediglich über den Abbau der Informationsasymmetrie erreichen, andererseits scheint dies auch aus seiner Sicht gar nicht mehr möglich, weil manche Informationen den Anleger schlicht überfordern bzw. aufgrund der Art und Weise ihrer Darstellung nicht mehr korrekt verarbeitet werden können.

Denkbare Alternative zu dieser Interpretation der Gesetzgebung ist, dass sich der Gesetzgeber gar nicht bewusst ist, dass den neuen Normen zumindest eine Aufweichung seines ursprünglichen Anlegerleitbildes immanent ist. Für das Fehlen eines entsprechenden Bewusstseins spricht die bisher unrelativierte Stellungnahme des Gesetzgebers in Art 19 Abs. 3 MiFID bzw. der Begründung zu § 31 Abs. 3 WpHG²⁷¹ zum unterstellten Verhalten des Anlageinteressenten. Während dort der rationale Investor propagiert wird, ist dieser de facto nicht durchweg Normadressat.

Zweitens: Das Anlegerleitbild des Gesetzgebers hat sich in jedem Fall, zumindest (unbewusst), verändert. Während er im Rahmen des WpHG 1994 noch keinen Anhaltspunkt sah, die Art und Weise der Darstellung verschiedener Informationen zu regeln, sah er sich dazu im Jahr 2007 veranlasst. Das heißt, dass der Gesetzgeber dem Anleger im Jahr 1994 deutlich mehr zutraute als heutzutage, nämlich die eigenständige Informationsaufnahme und -verarbeitung. Auch wenn der Gesetzgeber 1994 möglicherweise nur das Problem nicht erkannt hat, ändert das nichts an der Tatsache, dass er jedenfalls in jüngerer

²⁷⁰ Dazu sogleich unten in Kapitel 5. S. 57f.

²⁷¹ BT-Drucks. 16/4028.

Zeit Anlass zu weiteren Schutzmaßnahmen gesehen hat. Und obgleich sich sein Anlegerleitbild geändert zu haben scheint, ist er sich den daraus folgenden Konsequenzen nicht bewusst und versucht, Anleger schutz weiterhin mit den herkömmlichen Mitteln zu erreichen. Man kann deswegen von einem „offiziel len“ Anlegerleitbild sprechen, welches dem (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modell entspricht. Gleichzeitig nimmt der Gesetzgeber aber vereinzelt Einschränkungen dieses Anlegerleitbildes durch die Hintertür der WpDVerOV vor. Aber auch dann bleibt er dabei, eventuelle Schutzmaßnahmen nur dem Katalog des Informationsmodells zu entnehmen.

II. WpHG: Der „verständige Anleger“ des § 13 WpHG

Die Annahme, dass der Gesetzgeber bei der Schaffung anlegerschützender Normen nach wie vor grund sätzlich den homo oeconomicus im Sinn hat, scheint durch die Verankerung des „verständigen Anle gers“²⁷² in § 13 Abs. 1 WpHG bestätigt zu werden. Dieser ist Maßstab für die Beurteilung der Frage, wann eine bestimmte Information zur Insiderinformation wird. Dies ist immer dann der Fall, wenn ein „verständiger Anleger“ sie bei seiner Entscheidungsfindung berücksichtigt hätte. Es geht hier also in ers ter Linie nicht um individuellen Anlegerschutz, sondern um die Eingrenzung des Insiderhandelns.

Das Verbot des Insiderhandelns in § 14 WpHG dient in erster Linie dem Schutz der Funktionsfä higkeit des Kapitalmarktes²⁷³, indem das Vertrauen der Anlegergesamtheit in die Ordnungsmäßigkeit des Kapitalmarktes erhalten wird. Der Schutz jedes einzelnen Anlegers ist damit zwar direkt verbunden, je doch handelt es sich um einen mittelbaren, reflexiven Schutz²⁷⁴. Für den Gegenstand dieser Arbeit bedeu tet dies, dass man sich bewusst sein muss, dass der Gesetzgeber im Unterschied zu den Wohlverhal tenspflichtigen nicht zuerst an den individuellen Anleger und dessen Schutz vor Risiken des Kapitalmark tes gedacht hat²⁷⁵.

Der verständige Anleger des § 13 Abs. 1 WpHG ist also kein besonderer Anlegerbegriff, sprich die Konkretisierung des personellen Anwendungsbereiches der Norm, sondern spiegelt das dort zugrun de gelegte gesetzgeberische Anlegerleitbild im Gesetzestext wider²⁷⁶. Der Gesetzgeber drückt damit aus, was er dem verständigen Anleger bezüglich seiner Kenntnisse und seines Entscheidungsverhaltens unter stellt, wenn es um den Bereich der Insiderinformationen geht. Der verständige Anleger weist zunächst einmal das notwendige wirtschaftliche Fachwissen²⁷⁷ auf, um seine Anlageentscheidung unter Beachtung der ihm vorliegenden Informationen treffen zu können. Er kann z.B. eine Bilanz lesen und weiß um die Bedingungen bei Kapitalmarkttransaktionen²⁷⁸.

Bedeutender für die Bestimmung des Anlegerleitbildes ist aber, welches Informationsverarbei tungs- und Entscheidungsverhalten dem verständigen Anleger unterstellt wird. Seinen gesetzgeberischen

²⁷² Der Begriff des „verständigen Anlegers“ wurde durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 30.10.2004 BT-Drucks. 643/04 eingeführt. Dieses wurde in Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie RL 2003/6/EG erlassen. *Sethe* in: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 12 Rdnr. 47.

²⁷³ *Kümpel*, 2004, Rdnr. 16.61f.; *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 14 Rdnr. 7; *Schwark* in: *Schwark* 3. Aufl., § 14 WpHG Rdnr. 4.

²⁷⁴ *Kümpel*, 2004, Rdnr. 16.71; *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 14 Rdnr. 10; *Schwark* in: *Schwark* 3. Aufl., § 14 WpHG Rdnr. 4.

²⁷⁵ *Hopt* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, § 107 Rdnr. 6.

²⁷⁶ *Veil*, ZBB 2006, 162 (163).

²⁷⁷ *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 13 Rdnr. 58; *Teigelack*, 2009, S. 84.

²⁷⁸ *Veil*, ZBB 2006, 162 (163).

Ursprung findet der verständige Anleger in der Durchführungsrichtlinie²⁷⁹ zur Marktmissbrauchsrichtlinie²⁸⁰, die in Art 1 Abs. 2 festlegt, dass der verständige Anleger bei der Frage, ob Insiderinformationen vorliegen, maßgeblich ist. Die Durchführungsrichtlinie selbst stellt zu den „verständigen Investoren“ aber lediglich fest, dass diese

„[...] ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen“²⁸¹

stützen. Die Prüfung, ob ein Investor eine Information berücksichtigt hätte, soll dabei anhand der ex-ante vorliegenden Informationen erfolgen²⁸².

Das Schrifttum stellt beim verständigen Anleger teilweise auf den „durchschnittlich verständigen Anleger“ ab, überwiegend aber auf einen „verständigen, mit den Marktgegebenheiten vertrauten und mit Kenntnis aller verfügbaren Informationen ausgestatteten“ Anleger²⁸³. Auch wenn nur teilweise explizit festgestellt wird, dass von einem rationalen Anlegerverhalten²⁸⁴ auszugehen ist, spricht die Abwesenheit von anderslautenden Annahmen dafür, dass auch das Schrifttum beim verständigen Anleger durchweg vom rationalen Entscheider ausgeht. In der Literatur wird auch davon ausgegangen, dass der verständige Anleger in Kenntnis aller und damit auch nach Auswertung aller verfügbaren Informationen entscheidet²⁸⁵. Es handele sich bei ihm um einen „wirtschaftlich verständig Handelnden“²⁸⁶, der nur solche Umstände berücksichtigt, die die wirtschaftlichen Chancen und Risiken des Anlageobjektes betreffen. Zu beachten sei aber auch, dass es keine Abweichung vom homo oeconomicus-Modell ist, einem irrationalen Trend zu folgen, wenn man davon ausgehen kann, dass dieser anhalte²⁸⁷.

Der verständige Anleger ist demnach angemessen informiert, aufmerksam, kritisch und rational handelnd²⁸⁸. Weder in den gesetzgeberischen Vorgaben, noch in der Literatur findet sich die Annahme, dass das Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten des verständigen Anlegers beschränkt ist. Anlegerleitbild beim verständigen Anleger ist also der rationale Anleger, sprich der homo oeconomicus.

Beim Vergleich mit dem Anlegerleitbild der Wohlverhaltenspflichten zeigt sich, dass der Gesetzgeber beim „verständigen Anleger“ nicht die Notwendigkeit sah, von einer konsequenten Anwendung des homo oeconomicus-Modells abzusehen bzw. dieses aufzuweichen. Grund dafür dürfte aber sein, dass

²⁷⁹ RL 2003/124/EG.

²⁸⁰ RL 2003/6/EG.

²⁸¹ Nr. 1 der Erwägungsgründe zur RL 2004/124/EG.

²⁸² Nr. 1 der Erwägungsgründe zur RL 2004/124/EG.

²⁸³ *Sethe* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 12 Rdnr. 48 mwN; *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 13 Rdnr. 58f. mwN; *Veil*, ZBB 2006, 162 (163).

²⁸⁴ So auch: *Veil*, ZBB 2006, 162 (163).

²⁸⁵ *Sethe* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 12 Rdnr. 48 mwN; *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 13 Rdnr. 58f. mwN.

²⁸⁶ *Vogel* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 20a Rdnr. 86; ihm folgend: *Teigelack*, 2009, S. 84. Die Ausführungen zu § 20a WpHG lassen sich auf § 13 WpHG übertragen, da der Maßstab des verständigen Anlegers ausweislich der Begründung zur Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung (MaKonV) vom 01.03.2005 (dort S. 7) bei § 20a und bei § 13 WpHG derselbe ist.

²⁸⁷ *Vogel* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 20a Rdnr. 86.

²⁸⁸ *Veil*, ZBB 2006, 162 (167); *Teigelack*, 2009, S. 84f.

der verständige Anleger nicht Schutzobjekt der Norm sondern tatbestandlicher Maßstab ist. Mit anderen Worten, weil es im Rahmen des § 13 WpHG in erster Linie um das Verbot des Ausnutzens von Insiderinformationen geht, und nicht um den Ausgleich einer Informationsassymetrie, kommt es nicht darauf an, wie irgendein Anlageinteressent diese Insiderinformationen tatsächlich verarbeitet.

Es stellt sich dennoch die Frage, ob man aus dem Umstand, dass der Gesetzgeber im Rahmen des § 13 WpHG vom verständigen Anleger spricht, irgendwelche Rückschlüsse auf ein übergreifendes Anlegerleitbild ziehen kann²⁸⁹. Einerseits könnte man schlussfolgern, dass er lediglich den verständigen Anleger als rational handelnd ansieht und dies bezüglich der Anleger an anderer Stelle (z.B. im Rahmen der Wohlverhaltenspflichten) nicht tut. Dafür spricht jedenfalls, dass der verständige Anleger nach dem Wortlaut des § 13 WpHG und den Hinweisen in den Gesetzesmaterialien ein homo oeconomicus ist, während der „Anleger“ der Wohlverhaltenspflichten ausweislich der Einschränkungen und Abwandlungen des reinen Informationsmodells²⁹⁰ zumindest nicht homo oeconomicus im klassischen Sinne ist. Andererseits könnte man aus der Tatsache, dass der Gesetzgeber nur hier ein Anlegerleitbild definiert hat, den Schluss ziehen, dass er damit auch übergreifende Aussagen zu seinem Anlegerverständnis machen wollte. Der verständige Anleger wäre also dann eine Interpretationsvorlage für die Informationsverarbeitungskapazität des Anlageinteressenten²⁹¹.

Gegen diese Auslegung spricht aber, dass die Figur des „verständigen Anlegers“ nicht zum Zwecke eines individuellen Anlegerschutzes verwendet wird. Ausgangspunkt war das Bedürfnis, einen verlässlichen Maßstab für die Definition von Insiderinformationen zu finden, insbesondere wenn es einmal auf die Bewertung des Sachverhaltes durch einen Sachverständigen ankommt²⁹². Ziel war es, die Definition und damit die Feststellung einer Insiderinformationen zu erleichtern. Der Begriff des „verständigen Anlegers“ wie er in § 13 WpHG gebraucht wird, ist also rechtlichen Praktikabilitätsgründen geschuldet. Gegen die Annahme, dass der Gesetzgeber mit der Aufnahme des verständigen Anlegers in § 13 WpHG eine Aussage über sein Anlegerleitbild im Rahmen des Anlegerschutzes machen wollte, spricht weiterhin, dass es beim Verbot des Insiderhandels zuerst um den Kapitalmarktfunktionsschutz und nicht, wie z.B. bei den Wohlverhaltenspflichten, explizit auch um den Schutz individueller Anleger geht.

Ein individueller Anlegerschutz ist hier also nur Reflexwirkung, die der Gesetzgeber zumindest nicht beabsichtigte²⁹³. Das bedeutet letztlich, dass der verständige Anleger zwar rational im Sinne des (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modells ist, sich daraus aber keine belastbaren Schlüsse auf das Anlegerleitbild des Gesetzgebers beim individuellen Anlegerschutz ziehen lassen. Eine Ableitung des gesetzgeberischen Anlegerleitbildes bei den Wohlverhaltenspflichten aus dem Leitbild des „verständigen Anlegers“ kommt nicht in Betracht²⁹⁴. Das heißt jedoch nicht, dass der Gesetzgeber von einem anderen, als dem rationalen Investor ausgeht. Ein entsprechender Schluss lässt sich nur nicht aus der Verankerung des verständigen Anlegers in § 13 WpHG ziehen.

²⁸⁹ Dafür: *Teigelack*, 2009, S. 83f.; *Veil*, ZBB 2006, 162 (171).

²⁹⁰ Siehe die Ausführungen zur WpDVerOV oben Kapitel 4. D. I. 3. S. 37f.

²⁹¹ In diese Richtung: *Veil*, ZBB 2006, 162 (163).

²⁹² *Sethe* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 12 Rdnr. 48; *Assmann* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 13 Rdnr. 58.

²⁹³ Ausführlich: *Kümpel*, 2004, Rdnr. 16.70f.

²⁹⁴ Andere Ansicht: *Teigelack*, 2009, S. 83f.; *Veil*, ZBB 2006, 162 (171).

III. Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG)

Das TUG setzte 2006 die europäische Transparenzrichtlinie²⁹⁵ in nationales Recht um. Die einleitenden Ausführungen des Gesetzgebers zum Ziel des TUG stellen auch auf die Offenlegung von Informationen als Mittel zur Schaffung von Anlegerschutz ab. Dort heißt es:

„Die rechtzeitige Veröffentlichung zutreffender und vollständiger Informationen von Emittenten soll Anlegern eine hinreichende Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen geben, das Vertrauen der Anleger in das Funktionieren des Kapitalmarktes stärken und ihre Investitionsbereitschaft am Kapitalmarkt fördern.“²⁹⁶

Umgesetzt wurde dies durch die Einführung der §§ 37v-z WpHG. Diese verpflichten Unternehmen, welche als Inlandsemittenten Wertpapiere herausgeben, zur Veröffentlichung von ausführlichen Finanzberichten, aus denen die wirtschaftliche und finanzielle Situation des Unternehmens abgeleitet werden kann²⁹⁷. Die gemäß § 37 v Abs. 2 WpHG erstellten Jahresfinanzberichte enthalten komplexe Rechnungslegungen, welche bei Unternehmen die auch im Ausland tätig sind, nach internationalen Standards²⁹⁸ in englischer Sprache verfasst sein können²⁹⁹. Wegen dieser Ausführlichkeit wird der Jahresfinanzbericht als eine zentrale Informationsquelle für Anleger angesehen³⁰⁰.

Durch die unaufbereitete Offenlegung von Informationen, namentlich der Bereitstellung von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten sowie Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung, soll der Anleger interessiert also in die Lage versetzt werden, seine Entscheidung auf eine fundierte Grundlage zu stellen³⁰¹. Praktisch bedeutet dies, dass der Gesetzgeber die Ansicht vertritt, dass es auch für den Kleinanleger ein Vorteil ist, z.B. den 350 Seiten starken Geschäftsbericht 2009 der Siemens AG³⁰² oder den immer noch 114-seitigen Geschäftsbericht 2009 der Allianz SE³⁰³ zur Verfügung gestellt zu bekommen. Diese Beispiele sind keine Ausnahmen, denn der durchschnittliche Jahresfinanzbericht hat 225 Seiten³⁰⁴, die im Übrigen neben der Rechnungslegung gern auch zur Selbstdarstellung genutzt werden³⁰⁵.

²⁹⁵ RL 2004/109/EG.

²⁹⁶ Regierungsentwurf zum TUG BT-Drucks. 16/2498 S. 26f.

²⁹⁷ Details ergeben sich für Jahresfinanzberichte aus § 37v WpHG, für Halbjahresfinanzberichte aus § 37w WpHG, für Zwischenmitteilungen aus § 37x WpHG und für Konzernabschlüsse aus § 37z WpHG.

²⁹⁸ International Financial Reporting Standards (IFRS).

²⁹⁹ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (5).

³⁰⁰ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (4).

³⁰¹ Regierungsentwurf zum TUG BT-Drucks. 16/2498 S. 26 aE.

³⁰² http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/d09_00_gb2009.pdf abgerufen am 20.10.2010.

³⁰³ https://www.allianz.com/static-resources/de/investor_relations/berichte_und_finanzdaten/geschaeftsbericht/gb2009/gb2009_se.pdf abgerufen am 20.10.2010.

³⁰⁴ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (5).

³⁰⁵ Beispielsweise beginnt der tatsächliche Jahresfinanzbericht der Audi AG von 2008 erst auf Seite 125 von 297, zuvor gibt es Unterhaltendes wie z.B. die Geschichte der Audi AG, die psychologische Wirkung von Farben oder einen Bericht über Extremsport. Abrufbar unter: http://www.audi.de/etc/medialib/ngw/company/investor_relations/pdf/finanzberichte/geschaeftsbericht.Par.0024.Fi-

Dem Anleger wird also zweierlei unterstellt, einerseits habe er einen Vorteil von immer mehr Informationen und andererseits sei er in der Lage, diese unabhängig von der Art und Weise ihrer Darstellung und Komplexität³⁰⁶ richtig zu bewerten³⁰⁷. So wie der Gesetzgeber hier das Informationsmodell angewendet hat, geht er vom (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modell aus.

IV. §§ 112, 113 InvG

Das Investmentgesetz (InvG)³⁰⁸ ist ausweislich seiner Gesetzesbegründung ebenfalls anlegerschützend³⁰⁹. Hier interessant sind z.B. die Regelungen zum öffentlichen Vertrieb von Hedgefonds-Anteilen. Bei Hedgefonds handelt es sich, anders als der Name vermuten lässt³¹⁰, um besonders risikoreiche Investmentfonds, deren Ziel eine ständig positive Wertentwicklung, unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung, ist³¹¹. Dazu bedienen sich die Fondsmanager verschiedener, teils hochriskanter Anlagestrategien und Methoden, insbesondere aber Leerverkäufen und gehebelter Finanzgeschäfte³¹².

Das InvG teilt die Hedgefonds in Single- und Dach-Hedgefonds³¹³. Dachhedgefonds bestehen dabei aus verschiedenen Single-Hedgefonds nach Maßgabe des § 113 InvG. Die dort festgelegten Mindestanforderungen zur Zusammensetzung eines Dach-Hedgefonds sollen der Risikodiversifikation dienen³¹⁴. Außerdem sind bei Dach-Hedgefonds bestimmte Anlagemethoden, insbesondere der Einsatz von Leerverkäufen, verboten. Beides dient dem Anlegerschutz³¹⁵.

Anlegerschutzgründe sind es auch, die den Gesetzgeber bewogen haben, den öffentlichen Vertrieb von Single-Hedgefonds zu verbieten, § 112 Abs. 2 InvG. Dadurch soll erreicht werden, dass Kleinanleger diese Fonds nicht direkt erwerben³¹⁶. Stattdessen sollen sie lediglich in Dach-Hedgefonds investieren. Hintergrund ist die Annahme des Gesetzgebers, dass Kleinanleger nicht in der Lage sind, die Risiken zu verstehen, die sich aus den Eigenheiten von Single-Hedgefonds ergeben³¹⁷. Interessanterweise sieht der Gesetzgeber die Lage beim Erwerb von Dach-Hedgefonds anders. Obwohl er davon ausgeht, dass auch Dach-Hedgefonds besonders risikoreich sind³¹⁸, nimmt er an, dass dem Anleger hier mit einem ausführlichen Verkaufsprospekt, gemäß § 117 Abs. 1 InvG und den bereits erwähnten Regeln zur Risikodiversifi-

le.pdf/audi_jfb_2008_de.pdf. Zuletzt abgerufen am 14.03.2011.

³⁰⁶ Die beispielhaft genannten Berichte richten sich trotz ihrer vordergründigen Adressierung an alle Anleger tatsächlich vor allem an professionelle Investoren. Dies ergibt sich zum einen aus der bereits genannten Komplexität sowie aus den vorausgesetzten betriebswirtschaftlichen Kenntnissen des Lesers. So wird z.B. die Fähigkeit vorausgesetzt, eine Bilanz(-analyse) richtig bewerten zu können.

³⁰⁷ So die Begründung zum TUG BT-Drucks. 16/2498, S. 26.

³⁰⁸ Eingeführt wurde das InvG durch das Investmentmodernisierungsgesetz vom 15.12.2003. BGBl. I, 2003, S. 2676.

³⁰⁹ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 65, Nr. 3 und 5 („Verschiedene Maßnahmen werden den Anlegerschutz verbessern“) der Begründung „Allgemeiner Teil“.

³¹⁰ Abgeleitet vom engl. „to hedge“ was soviel wie „absichern, schützen“ bedeutet.

³¹¹ Baur in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 20 Rdnr. 147.

³¹² Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 107.

³¹³ Zu den Begriffen: Lang, VuR 2004, 201.

³¹⁴ Lang, VuR 2004, 201

³¹⁵ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 109.

³¹⁶ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 108 dort „zu Absatz 2“.

³¹⁷ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 108 dort „zu Absatz 2“.

³¹⁸ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 109.

kation nach § 113 InvG, geholfen ist. Allerdings muss der Prospekt gemäß § 117 Abs. 2 InvG auch noch einen zusätzlichen Warnhinweis enthalten. Dieser lautet:

"Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen."

Versucht man nun anhand dieser Regeln das verwirklichte Anlegerschutzmodell bzw. das zugrunde liegende Anlegerleitbild zu finden, muss man Folgendes feststellen:

Einerseits hat sich der Gesetzgeber beim Vertrieb von Single-Hedgefonds, statt für ausgefeilte Informationspflichten quasi für ein Erwerbsverbot entschieden. Er hat diese paternalistische Schutzregelung aufgestellt, weil er davon ausging, dass Single-Hedgefonds für den Kleinanleger zu kompliziert sind, als dass man ihm eine vernünftige Anlageentscheidung zutrauen könnte³¹⁹. Einer solchen Regelung kann nicht die Annahme rationalen Handelns der Anlageinteressenten zugrunde liegen³²⁰. Andererseits geht der Gesetzgeber im Hinblick auf Dach-Hedgefonds zunächst offenbar vom Anlegerleitbild des (eingeschränkten) homo oeconomicus aus, dem mit möglichst vielen und genauen Informationen geholfen ist. Im Widerspruch dazu steht allerdings, dass sich der Gesetzgeber dennoch gehalten sah, die Aufnahme eines besonderen Warnhinweises in das jeweilige Verkaufsprospekt vorzuschreiben. Dies kann eigentlich nur auf der Vorstellung basieren, dass der Anleger nicht in der Lage ist, das Totalverlustrisiko den ausföhrlichen Informationen des Verkaufsprospektes zu entnehmen³²¹. Die Regulierung mäandert also zwischen dem Anlegerleitbild eines rationalen Investors und dem eines vor sich selbst zu schützenden Anlageinteressenten.

Interessanterweise beruhen die Regelungen zu den Hedgefonds nicht auf einer europarechtlichen Vorgabe, sondern sind genuine deutsche Gesetzgebung³²². Man kann also davon ausgehen, dass die verwendeten Mittel und Methoden zur Verwirklichung von Anlegerschutz bei Hedgefonds auch auf den originären Vorstellungen des deutschen Gesetzgebers vom Anlageinteressenten basieren. Die dabei entstandenen widersprüchlichen und inkonsequenten Regeln, dürften ein Anzeichen, für das fehlende Bewusstsein des Gesetzgebers für die Bedeutung des tatsächlichen Anlegerverhaltens sein.

V. §§ 50–70 Börsengesetz (BörsG) a.F.

Aufschlussreich für die Suche nach dem gesetzgeberischen Anlegerleitbild ist auch ein rechtshistorischer Ausflug ins BörsG a.F. In den §§ 50–70 BörsG a.F. war bis zum 01.07.2002 die sogenannte Termingeschäftsfähigkeit geregelt. Diese gab vor, wer unter welchen Voraussetzungen Börsentermingeschäfte vornehmen durfte. Bei Börsentermingeschäften handelt es sich im Prinzip um Wetten auf die Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments („Basiswert“), z.B. eine Aktie. Die Wette auf die positive, negative oder neutrale Wertentwicklung des Basiswertes läuft stets bis zu einem bestimmten oder bestimmbar

³¹⁹ Begründung des RegE zum InvG BT-Drucks. 15/1553 S. 108 dort „zu Absatz 2“.

³²⁰ Ebenso: Lang, VuR 2004, 201

³²¹ Zu diesen Widersprüchen: Lang, VuR 2004, 201

³²² Lang, VuR 2004, 201.

ren Zeitpunkt in der Zukunft³²³. Neben der aufgeschobenen Fälligkeit des Börsengeschäfts ist vor allem die im Verhältnis zum Basiswert potenzierte Wertentwicklung („Hebeleffekt“) charakteristisch³²⁴.

Der Zugang zum Terminhandel ist seit Verabschiedung des BörsG 1896 immer wieder an andere Voraussetzungen geknüpft worden. 1896 verfolgte der Gesetzgeber eine grundsätzlich liberale Strategie, indem er Termingeschäfte zunächst als unverbindlich definierte und anschließend jedermann die Möglichkeit gab, durch Eintragung in ein Börsenregister auf den Einwand der Unverbindlichkeit zu verzichten³²⁵. Durch die Eintragung wurde man für Dritte zu einem grundsätzlich akzeptablem Partner für Termingeschäfte. Weil sich letztlich zu wenige Personen in das Register eintrugen, wurde die Termingeschäftsfähigkeit im BörsG 1908 an die Eintragung als Kaufmann im Handelsregister geknüpft. Hintergrund beider Regeln war die Annahme, dass Termingeschäfte ob ihrer Unberechenbarkeit für die Mehrheit der (Privat-)Anleger nicht zu durchschauen und auch deswegen zu riskant sind³²⁶.

Um den Termingeschäftsmarkt zu beleben, wurde dann im BörsG 1989 die Möglichkeit eingeführt, durch Belehrung über die erhöhten Risiken die sogenannte Termingeschäftsfähigkeit zu erlangen³²⁷. Dadurch konnte sich jedermann in die Lage versetzen, solche Geschäfte rechtsverbindlich abzuschließen. Es entstand eine Termingeschäftsfähigkeit kraft Information³²⁸. Soweit auf einer Seite des Börsentermingeschäfts Nichtkaufleute auftraten, war das Geschäft unter der damaligen Regelung nur verbindlich, wenn diese gemäß § 53 Abs. 2 BörsG 1989 über die speziellen Risiken aufgeklärt wurden. Die Regelungen des BörsG 1989 beabsichtigten damit immer noch, Nichtkaufleuten den Handel mit solchen Finanzinstrumenten zu verbieten, wenn diese nicht eine bestimmte fachliche Eignung nachwiesen³²⁹. Damit standen auch diese Regelungen noch für ein „Konzept personeller Marktzutrittsbeschränkungen“³³⁰, dessen Grund nach wie vor die, vom Gesetzgeber unterstellte, erhöhte Gefährlichkeit dieser Geschäfte für bestimmte Personengruppen war³³¹. Damit kann man die früheren Regelungen des Terminhandels als (individual-)anlegerschützende Normen einordnen³³², denen ein paternalistisches Anlegerschutzkonzept zugrunde lag. Auch wenn der Gesetzgeber bei der Zugangsbeschränkung nicht (allein) anlegerschützende Gesichtspunkte verfolgte³³³, ging er damals jedenfalls nicht vom homo oeconomicus-Modell aus. Viel mehr hat er augenscheinlich angenommen, dass bestimmte Marktteilnehmer vor ihrer eigenen Unvernunft geschützt werden müssen³³⁴.

An die Stelle der Prüfung der fachlichen Eignung trat dann 2002 mittels des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vorübergehend bis zum 01.11.2007 ein reines Informationsmodell in § 37d

³²³ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 40.

³²⁴ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 40.

³²⁵ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 19 Rdnr. 3, 5.

³²⁶ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 8.

³²⁷ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 10.

³²⁸ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 10.

³²⁹ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 39.

³³⁰ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 1. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 397.

³³¹ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 8; *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 39.

³³² *Ekkenga* in: MüKo-HGB 1. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 398.

³³³ Nach *Ekkenga* in: MüKo-HGB 1. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 397f. ergibt sich aus den historischen Materialien, dass es dem Gesetzgeber um den Schutz des Fachpublikums, sprich der institutionellen Anleger, vor der Mitwirkung von Laien ging.

³³⁴ So wohl auch: *Ekkenga* in: MüKo-HGB 1. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 298 aE.

WpHG 2002³³⁵. Die Regelung verzichtete völlig auf Marktzutrittsbeschränkungen und definierte lediglich einen Katalog von Pflichtinformationen, welcher immerhin noch auf die Eigenheiten der Börsentermingeschäfte abstellte³³⁶. Dabei sah die Regelung allerdings standardisierte Informationen vor, die nicht auf die individuellen Eigenheiten des Anlegers eingingen³³⁷. Bemerkenswert an der damaligen Regelung im § 37d WpHG 2002 war, dass die Informationen nur gegenüber dem „Verbraucher“ zu erbringen waren. Damit adressierte § 37d WpHG 2002 eine Gruppe, die ansonsten nicht vom WpHG erfasst war und es heute auch nicht mehr ist. Da die Informationen aber standardisiert und nur neben den zu individualisierenden Informationen der §§ 31f. WpHG erbracht werden mussten, war § 37d WpHG 2002 letztlich überflüssig³³⁸ und wurde mit Umsetzung der MiFID gestrichen.

Nunmehr werden Börsentermingeschäfte unter dem Begriff der Derivate in § 2 Abs. 2 WpHG erfasst und in Bezug auf den Anlegerschutz nicht mehr anders behandelt, als alle anderen Finanzinstrumente³³⁹. Für Beratung und Information des Anlegers gelten nun nur noch die §§ 31f. WpHG.

Anhand dieser Entwicklung kann man den Paradigmenwechsel des Gesetzgebers bezüglich seines Anlegerleitbildes im Rahmen der Termingeschäfte sehen. Während zumindest in Bezug auf Termingeschäfte früher ein paternalistisches Schutzmodell existierte, ist dieses zunächst von einem auf die Eigenheiten der Börsentermingeschäfte eingehenden Informationsmodell abgelöst und später als eigenständiges Schutzmodell gänzlich aufgegeben worden. Der vor sich selbst zu schützende Anlageinteressent ist also dem rationalen Investor gewichen.

VI. WpHG: Die Dokumentationspflicht nach § 34 WpHG

Mit dem „Gesetz [...] zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung“ vom 31.07.2009³⁴⁰ hat eine Dokumentationspflicht für den Inhalt der Anlageberatung nach dem Vorbild der Versicherungsvermittlung³⁴¹ Einzug gehalten. Das Beratungsprotokoll soll sowohl die Kontrolle des Gesprächsverlaufes durch die Aufsichtsbehörden³⁴² zulassen, als auch dem Anleger eine vereinfachte Prüfung und Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche ermöglichen³⁴³. Es ist bei jeder Anlageberatung zu erstellen, § 34 Abs. 2a S. 1 WpHG.

Aufgezeichnet werden müssen nach § 34 WpHG, § 14 WpDVerOV im Wesentlichen alle Informationen, die vom Anlageberater weitergegeben bzw. von diesem beim Anlageinteressenten abgefragt werden. Dazu zählen also z.B. Angaben zu den besprochenen Finanzinstrumenten, zu den Wünschen und Zielen des Anlageinteressenten, sowie seiner persönlichen Situation, zum Anlass und der Dauer der Anlageberatung und schließlich die abgegebenen Empfehlungen. Details regelt außer den genannten

³³⁵ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 39.

³³⁶ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 30f.

³³⁷ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 45.

³³⁸ *Schäfer* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 19 Rdnr. 45.

³³⁹ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effektengeschäfte Rdnr. 39.

³⁴⁰ BGBl. I, 2009, S. 2512 (2518). Die Dokumentationspflicht gilt gemäß § 47 WpHG für Beratungen seit dem 01.01.2010.

³⁴¹ Dort geregelt in § 61 VVG, davor bis 2008 in § 42c VVG a.F. Die Dokumentationspflicht des § 34 WpHG geht aber darüber hinaus. Ausführlich dazu: *Böhm*, BKR 2009, 221 (224).

³⁴² Begründung zum Gesetzentwurf des Deutschen Bundestages BT-Drucks. 16/12814 S. 43.

³⁴³ Begründung zum Gesetzentwurf des Deutschen Bundestages BT-Drucks. 16/12814 S. 44.

Normen ein Katalog von Mindestaufzeichnungspflichten der BaFin³⁴⁴. Weiterhin muss das Protokoll die bestmögliche Verfahrensrechte des Anlageinteressenten abbilden, wie z.B. das Recht, sich nach § 34 Abs. 2b WpHG eine Ausfertigung des Protokolls aushändigen zu lassen.

Nach der Gesetzesintention dient das Beratungsprotokoll dem Anlegerschutz, weil es die Durchsetzung von Ansprüchen erleichtern soll³⁴⁵. Tatsächlich dürfte sich in der Praxis aber bestenfalls keine Verschlechterung der Beweissituation des Anlageinteressenten ergeben³⁴⁶. Weil die Führung des Protokolls in den Händen der Anlageberaters, d.h. des möglichen Prozessgegners, liegt, besteht von vornherein eine erhöhte Wahrscheinlichkeit dafür, dass sich zumindest anhand des Protokolls keine Pflichtverstöße ergeben³⁴⁷. Wie die ersten Praxiserfahrungen zeigen, tendieren Anlageberater durchweg dazu, vorformulierte Phrasen zu verwenden, um den gesetzlichen Anforderungen zu genügen. In vielen Fällen versuchen sie weiterhin, sich dies auch noch von den Anlageinteressenten durch Unterschrift bestätigen zu lassen³⁴⁸. Dadurch kann der Anlageinteressent in die Lage geraten, dass er zunächst den Inhalt eines Beratungsprotokolls widerlegen muss, obwohl die Anlageberatung fehlerhaft war³⁴⁹.

Der Gesetzgeber sieht die Interessen der Anlageinteressenten dagegen dadurch geschützt, dass diese die Beratungsprotokolle auf ihre Richtigkeit prüfen und etwaige Fehler bemängeln können³⁵⁰. In der Gesetzesbegründung zu § 34 WpHG steht dazu:

„[...] Damit wird der Kunde in die Lage versetzt, das Protokoll zu prüfen [...] Unstimmigkeiten über den Inhalt können sofort geklärt werden [...] Der Kunde kann damit das Beratungsgespräch auswerten und wird in die Lage versetzt, auf der Grundlage des Beratungsprotokolls eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen.“

Das Protokoll muss sämtliche Erklärungen des Anlageberaters dokumentieren. Wie sich bisher in der Praxis zeigt, erfolgt aber stattdessen meist eine phrasenhafte Verkürzung des Gesprächsinhaltes in Anlehnung an die gesetzlichen Vorgaben³⁵¹. Ein solches Protokoll kann aber nicht Grundlage einer vernünftigen Prüfung sein³⁵², da so der Inhalt des Beratungsgesprächs eben nicht ausgewertet werden kann.

Vor allem aber wird dem Anlageinteressenten vom Gesetzgeber unterstellt, dass er die rechtlichen und wirtschaftlichen Zusammenhänge und deren Bedeutung für seine Anlagenentscheidung verstanden hat³⁵³. Damit bewegt sich die Dokumentationspflicht auf einer Linie mit den Wohlverhaltenspflichten

³⁴⁴ Zurzeit in der Fassung vom 21.04.2008, abrufbar unter http://www.bafin.de/nm_724268/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht/ae_080421_Mindestaufzeichnungspflichten.html, zuletzt abgerufen am 14.04.2011.

³⁴⁵ Podewils, DStR 2009, 1914 (1918); Maier, VuR 2011, 3 (5).

³⁴⁶ Im Ergebnis ebenso: Maier, VuR 2011, 3 (11); Podewils, DStR 2009, 1914 (1919); Brinckmann, BKR 2010, 45 (50).

³⁴⁷ Maier, VuR 2011, 3 (7).

³⁴⁸ Die Ergebnisse von Untersuchungen von Verbraucherverbänden, der BaFin und der Zeitschrift Finanztest zusammenfassend: Maier, VuR 2011, 3 (10).

³⁴⁹ Ebenso: Maier, VuR 2011, 3 (6f.); Podewils, DStR 2009, 1914 (1919); Brinckmann, BKR 2010, 45 (50).

³⁵⁰ Begründung zum Gesetzentwurf des Deutschen Bundestages BT-Drucks 16/12814 S. 44.

³⁵¹ Dazu: Maier, VuR 2011, 3 (10 und 11).

³⁵² Anders aber: Langen, NZG 2011, 94 (95), der dabei auch davon ausgeht, dass das Protokoll stets nur wenige DIN A4 Seiten umfassen.

³⁵³ Ebenso Maier, VuR 2011, 3 (7).

des § 31 WpHG. In beiden Fällen wird dem Anlageinteressenten die Fähigkeit unterstellt, auf Grundlage von Informationen eine vernünftige Entscheidung zu treffen. Dies impliziert auch in diesem Fall nichts anderes als die Prämisse des (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modells auf Seiten des Gesetzgebers.

VII. Die Informationsblätter nach § 31 Abs. 3a WpHG, § 42 InvG und § 13 VermAnlG

Mit einer Änderung vom 05.04.2011 sieht das WpHG für alle Anlageberatungen über Finanzinstrumente seit 01.07.2011 die Aushändigung eines Produktinformationsblattes³⁵⁴ (auch „Beipackzettel“) als Informationsgrundlage vor³⁵⁵. Dies wird in § 31 Abs. 3a WpHG und § 5a WpDVerOV geregelt. An die Stelle des Produktinformationsblattes treten bei der Beratung zu Investmentanteilen die Wesentlichen Anlegerinformationen nach § 42 InvG bzw. das Vermögensanlagen-Informationsblatt nach § 13 des VermAnlG.

Ziel ist auch hier die Verbesserung des Anlegerschutzes³⁵⁶, denn mittlerweile hatte der Gesetzgeber erkannt, dass sich

„In der Praxis [...] gezeigt [hat], dass die wesentlichen Informationen zu einzelnen Produkten besser als bisher weithin üblich auf den Punkt gebracht und verständlicher aufbereitet werden müssen, um den Kunden ein hinreichendes Verständnis der verschiedenen Finanzinstrumente und vor allem einen Vergleich der Produkte untereinander zu ermöglichen.“³⁵⁷

Während der neue § 31 Abs. 3a. WpHG noch wenig greifbar vorgibt, dass

„[...] dem Kunden rechtzeitig vor dem Abschluss eines Geschäfts über Finanzinstrumente ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt über jedes Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen [ist], auf das sich eine Kaufempfehlung bezieht“

wird in § 5a WpDVerOV relativ genau vorgegeben, wie das Informationsblatt auszusehen hat. Danach darf es maximal zwei oder drei Seiten³⁵⁸ lang sein und muss

„die wesentlichen Informationen über das jeweilige Finanzinstrument in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise so enthalten, dass der Kunde insbesondere
1. die Art des Finanzinstruments, 2. seine Funktionsweise, 3. die damit verbundenen

³⁵⁴ Wenn es sich bei dem jeweiligen Anlageobjekt um einen Fondsanteile handelt, stellt das Gesetz auf die „wesentlichen Anlegerinformationen“ nach § 42 Abs. 2 InvG ab, § 31 Abs. 3a WpHG. Im Folgenden wird einheitlich auf das „Produktinformationsblatt“ abgestellt, wobei alles hier Geschriebene für die „wesentlichen Anlegerinformationen“ entsprechend gilt.

³⁵⁵ BGBl. 2011, I., 538 (539).

³⁵⁶ Siehe Begründung zum Regierungsentwurf BT-Drucks 17/3628 S. 1.

³⁵⁷ Siehe Begründung zum Regierungsentwurf BT-Drucks 17/3628 S. 21.

³⁵⁸ Bei sogenannten nicht komplexen Finanzprodukten im Sinne des § 7 WpDVerOV darf es maximal zwei Seiten lang sein, bei allen anderen maximal drei Seiten.

Risiken, 4. die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen und 5. die mit der Anlage verbundenen Kosten einschätzen und mit den Merkmalen anderer Finanzinstrumente bestmöglich vergleichen kann.“

Noch spezifischere Vorgaben macht die Verordnung (EU) 583/2010 der Kommission³⁵⁹. Diese konkretisiert die Anforderungen an die wesentlichen Anlegerinformationen im Sinne des § 42 InvG. Dabei werden nicht nur strikte Aufbauvorgaben gemacht, die sogar die zu verwendenden Überschriften im Wortlaut vorgeben, sondern darüber hinaus auch bestimmte, zwingend zu verwendende Hinweise für die Anleger festgelegt. Wortwörtlich in alle wesentlichen Anlegerinformationen ist gemäß Artikel 4 Abs. (3) der Verordnung folgender Text zu übernehmen:

„Gegenstand dieses Dokuments sind wesentliche Informationen für den Anleger über diesen Fonds. Es handelt sich nicht um Werbematerial. Diese Informationen sind gesetzlich vorgeschrieben, um Ihnen die Wesensart dieses Fonds und die Risiken einer Anlage in ihn zu erläutern. Wir raten Ihnen zur Lektüre dieses Dokuments, so dass Sie eine fundierte Anlageentscheidung treffen können.“

Der Gesetzgeber sieht sich also gehalten, dem Anlageinteressenten die Informationsaufnahme zu erleichtern. Weil aber in einem kurzen Informationsblatt nicht alles aufgenommen werden kann, was für die Anlagenentscheidung von Bedeutung ist, sollen alle anderen Fakten nach wie vor im Gespräch bzw. durch ausführliche Dokumente vermittelt werden. Die Anlageberater bleiben also

„aufgrund des Beratungsvertrags zivilrechtlich zu anleger- und anlagegerechter Beratung verpflichtet und haben deshalb über etwaige nicht von Satz 6 erfasste Lücken in den Informationsblättern im Zuge der Beratung zu informieren, soweit dies für die Anlageentscheidung des Kunden relevant sein kann.“³⁶⁰

Dies ist vor allem deshalb relevant, weil sich das Informationsblatt nur auf nicht individualisierte Fakten bezieht. Alles was mit dem Verhältnis des Finanzproduktes zum Anlageinteressenten zu tun hat, bleibt nach wie vor dem Beratungsgespräch vorbehalten.

Der Gesetzgeber sieht also einerseits einen Anlageinteressenten, dem er in bestimmten Bereichen die wichtigsten Fakten heraussuchen muss, um ihm eine vernünftige bzw. „fundierte“³⁶¹ Anlageentscheidung zu ermöglichen. Gleichzeitig muss derselbe Anlageinteressent in anderen, aber mindestens ebenso

³⁵⁹ Für die Produktinformationsblätter und die Vermögensanlagen-Informationenblätter sieht das Gesetz je eine Verordnungsermächtigung vor, die ähnliche explizite Regelungen ermöglicht. Von diesen wurde bis Mitte 2012 kein Gebrauch gemacht.

³⁶⁰ Siehe Begründung zum RegE BT-Drucks. 17/3628 S. 21.

³⁶¹ So der Wortlaut des Artikel 4 Abs. (3) der Verordnung (EU) 583/2010 der Kommission.

wichtigen Gebieten (persönliche Verhältnisse in Bezug zum Finanzprodukt, spezifische Risiken) nach wie vor in der Lage sein, alles zu erfassen. Dieser Anleger ist also lediglich partiell (nämlich nur in Bezug auf manche Daten) nicht in der Lage entsprechend des homo oeconomicus-Modells unbegrenzt Informationen zu verarbeiten. Die Inkonsequenz der Regelung zeigt sich weiterhin darin, dass es trotz Informationsblatt zusätzlich bei den umfangreichen Beratungspflichten aus Vertrag und gemäß § 31 WpHG bleibt. Der Anleger muss also nicht weniger Informationen verarbeiten, sondern zusätzliche, wenngleich knappe Daten aufnehmen.

Inkonsequent ist an dieser Regelung ebenfalls, dass bislang für jedes Finanzprodukt ein anderer Aufbau des Informationsblattes nach § 31 Abs. 3a WpHG bzw. § 13 VermAnlG möglich ist. Es ist zwar mit konkretisierenden Rechtsverordnungen³⁶², ähnlich der Verordnung (EU) 583/2010, zu rechnen³⁶³, bis dahin muss sich der Anlageinteressent aber jedes mal auf einen anderen Aufbau einstellen. Dies ist nicht im Sinne einer leichten Verständlichkeit.

Der Gesetzgeber geht einerseits von begrenzten Informationsverarbeitungskapazitäten beim Anleger aus, andererseits soll er auf Grundlage eines Informationsblattes immer noch einer „fundierte“³⁶⁴, d.h. also informierte, untermauerte bzw. gesicherte Entscheidung treffen. Dies erscheint widersprüchlich, entspricht aber in jedem Fall nicht dem Rationalmodell in seiner reinen Form.

E. Zusammenfassung und Ergebnis der Gesetzesanalyse

I. Kein einheitliches Anlegerleitbild, stattdessen Anknüpfung an Anlageform

Als Zwischenergebnis ist festzuhalten, dass ein einheitliches gesetzgeberisches Anlegerleitbild nicht existiert. Tatsächlich verwendet der Gesetzgeber in Abhängigkeit von der jeweiligen Art der Finanzinstrumente, sowie dem maßgeblichen Schutzmittel, andere Schutzkonzepte mit unterschiedlichen Anlegerleitbildern.

So kann es passieren, dass sich ein Anlageinteressent zu einem Beratungsgespräch begibt und bereits bei scheinbar einfachen Sachverhalten ganz unterschiedliche Schutzkonzepte greifen. Denn wenn er z.B. eine beliebige Aktie ins Auge gefasst hat, dann behandelt ihn der Gesetzgeber einerseits als homo oeconomicus (nämlich in Bezug auf die Aufnahme der Information zu den spezifischen Risiken des in Frage kommenden Finanzproduktes) und andererseits als vor sich selbst zu schützend (weil er ihm dann doch zur Sicherheit die allgemeinen Risiken des Finanzproduktes in einem Informationsblatt zusammen fassen lässt).

In Bezug auf das Anlageberatungsprotokoll wird ihm die Fähigkeit unterstellt, dessen Inhalt in rechtlicher und wirtschaftlicher Hinsicht korrekt zu erfassen und entsprechende Änderungen durchzusetzen. Folglich könne er das Protokoll eigentlich auch gleich unterschreiben, um so den Inhalt des Beratungsgesprächs festzuhalten³⁶⁵. Denn, so die Stellungnahme des Bundesrates zum Gesetzentwurf,

³⁶² Siehe BGBl. 2011, I., 538 (540).

³⁶³ So auch *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312 (319).

³⁶⁴ So der Wortlaut des Artikel 4 Abs. (3) der Verordnung (EU) 583/2010 der Kommission.

³⁶⁵ Dazu die Ausführungen in der Gesetzesbegründung BT Druck 16/12814 S. 27. Dort wird eine Unterschriftspflicht des Kunden lediglich wegen der damit verbundenen Erschwerung von Fernabsatzgeschäften unterlassen.

„Kunde und Wertpapierdienstleistungsunternehmen treten sich bei der Abfassung des Protokolls auf Augenhöhe gegenüber.“³⁶⁶

Während der Gesetzgeber also bei vielen Normen vom rationalen Anleger ausgeht³⁶⁷, traut er es dem Anleger andernorts selbst dann nicht zu, sich vernünftig zu verhalten, wenn er ihm alle zur Entscheidung notwendigen Informationen bereitstellt³⁶⁸. Die vorgefundenen Schutzkonzepte lassen sich sowohl dem Informations- und Beratungsmodell, als auch einem paternalistischen Schutzmodell zuordnen. Der Gesetzgeber hat folglich kein einheitliches Anlegerleitbild, sondern stattdessen zwei, die er alternativ oder kombiniert verwendet.

Sofern ein gesetzliches Anlegerleitbild für die Auslegung und Konkretisierung vertraglicher Rechte und Pflichten herangezogen wird, ist folglich immer zu beachten, auf welche Finanzinstrumente sich der Vertrag bezieht, welche Schutzmittel untersucht werden und welche Art von Pflichtverstoß geltend gemacht wird. Dies kann dazu führen, dass ein Anleger sowohl einen Verstoß gegen eine, auf dem homo oeconomicus-Modell beruhende, Informationspflicht geltend machen kann, als auch paternalistische Schutzregel zu seinen Gunsten in Anspruch nehmen darf.

II. Tendenz zum Informationsmodell = Tendenz zur Prämisse des homo oeconomicus

Das vom Gesetzgeber bei der Schaffung von Anlegerschutz am häufigsten verwirklichte Schutzkonzept ist das Informationsmodell³⁶⁹, dessen Grundlage die Prämisse des eingeschränkten homo oeconomicus-Modells ist³⁷⁰. Trotz der Tatsache, dass der Gesetzgeber annimmt, dass dem Anleger zunächst wichtige Informationen fehlen, um eine vernünftige Anlageentscheidung zu treffen, geht er davon aus, dass der Anleger rational denkt und handelt³⁷¹. Das Informationsmodell wird vom Gesetzgeber überraschenderweise allerdings sogar dann verwendet, wenn er selbst davon ausgeht, dass Informationen allein nicht ausreichen, um den Anleger vor den Risiken des Kapitalmarktes zu schützen³⁷².

Man könnte aus diesen Widersprüchen auf eine Differenzierung zwischen Verhaltensmodell und Anlegerleitbild schließen. Dann müsste man unterstellen, dass der Gesetzgeber überhaupt nicht von rationalem Verhalten im Sinne des homo oeconomicus-Modells ausgeht, aber gleichwohl ein auf dieser Prämisse verwendetes Anlegerleitbild zugrunde legt. Normative Gründe dafür ließen sich möglicherweise

³⁶⁶ BT-Drucks 16/12814 S. 31.

³⁶⁷ So z.B. bei den Wohlverhaltenspflichten des WpHG und bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie.

³⁶⁸ So z.B. bei einigen Detailregelungen im WpDVerOV und in Bezug auf die Einführung des Produktinformationsblattes.

³⁶⁹ So im Ergebnis auch *Veil*, ZBB 2006, 162 (171), der der Ansicht ist, der „verständige Anleger“ habe als Anlegerleitbild Einzug gehalten, wobei er allerdings zu Recht anmerkt, dass dies für den Kleinanleger nicht gelte.

³⁷⁰ Siehe oben unter Kapitel 4 C. II. 3. c) S. 34f.

³⁷¹ So auch *Fleischer/Merkel*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, 2002, S. F30. Darin wird von einem „legislatorischen Leitbild der rationalen Anlegerentscheidung“ ausgeht. Dem sich anschließend: *Teigelack*, 2009, S. 83.

³⁷² So geschehen im Rahmen der Konkretisierung der Wohlverhaltenspflichten durch die WpDVerOV wie etwa die zum Vergleich herangezogene Simulationen früherer Wertentwicklungen, § 4 Abs. 6 WpDVerOV. Siehe dazu oben Kapitel 2. B. II. S. 10f und Kapitel 4 D. I. 3. S. 37.

finden. Gegen die Annahme einer solchen Trennung spricht jedoch einerseits, dass dies an keiner Stelle zur Sprache kommt. Andererseits wäre bei dieser Unterstellung auch nicht zu erklären, warum der Gesetzgeber dann doch nur in bestimmten Fällen³⁷³ Konsequenzen aus einer solchen Trennung zieht.

Erklären lassen dürften sich die Widersprüche letztlich wohl damit, dass dem Gesetzgeber einerseits das Problembewusstsein für das tatsächliche Anlegerverhalten fehlt und er andererseits auch nicht den Anlageinteressenten, sondern das zu regelnde Finanzprodukt oder das jeweilige Schutzmittel in den Mittelpunkt stellt. Letztlich lässt sich aber eine deutliche Tendenz des Gesetzgebers zur Verwirklichung von Anlegerschutz mittels des Informationsmodells, und unter der Annahme grundsätzlich rationalen Anlegerverhaltens, erkennen.

Entsprechend der Eingangsthese dieser Arbeit wird nun in den folgenden Kapiteln untersucht, warum die derzeitigen Grundannahmen des Gesetzgebers und die beständigen Verwendung des Informationsmodells in der jetzigen Form ungeeignet für die Schaffung von individuellem und damit auch institutionellem Anlegerschutz sind.

³⁷³ Konkret: zum Vergleich herangezogene Simulationen früherer Wertentwicklungen, § 4 Abs. 6 WpDVerOV. Siehe auch oben unter Kapitel 4 D. I. 3. S. 37f.

Kapitel 5

behavioral finance-Erkenntnisse für die Anlageberatung

A. Begriff und Grundlagen

I. Einführung

Unter dem Begriff der behavioral finance wird die verhaltenswissenschaftliche Auseinandersetzung mit empirisch belegten, tatsächlichen Abweichungen des Anlegerverhaltens vom Modell des homo oeconomicus verstanden³⁷⁴. Die Forschungsrichtung knüpft an die neoklassische Wirtschaftstheorie an, deren Modell vom menschlichen Verhalten der homo oeconomicus ist³⁷⁵. Ausgehend von wegweisenden Arbeiten von Simon³⁷⁶, Tversky und Kahneman³⁷⁷, werden die Grundannahmen dieses Modells zunehmend in Frage gestellt³⁷⁸.

Der Psychologe Kahneman hat für seine Arbeit gemeinsam mit dem Wirtschaftswissenschaftler Vernon Smith im Jahre 2002 den Wirtschaftsnobelpreis bekommen³⁷⁹. Preiswürdig war dem Komitee der Beweis, dass auch in der Wirtschaft die Akteure keineswegs rational und in kalkulierte Eigeninteresse handeln³⁸⁰. Die Preisträger hatten festgestellt, dass die rational choice theory und das daraus entwickelte homo oeconomicus-Modell, sowohl in Bezug auf die Informationsaufnahme und -verarbeitung der Marktakteure, wie auch deren Entscheidungsverhalten nicht zutrifft³⁸¹. Grund dafür sind verschiedene psychologische Grundbedürfnisse des Menschen, die das homo oeconomicus-Modell unbeachtet lässt. Gemeinsam mit ebenfalls nicht beachteten, nur scheinbar irrationalen Verhaltensweisen, prägen sie durchweg das tatsächliche Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten der Anleger.

Im Gegensatz zum Gesetzgeber³⁸², sind diese Erkenntnis bereits seit langem bei den Anlageberatern angekommen³⁸³. So wurde darüber berichtet³⁸⁴, dass die Hamburgische Sparkasse (Haspa) ihre Kunden intern in Kategorien einteilte, denen ausschließlich psychologische Kriterien zugrunde lagen. Die Kunden wurden z.B. als „Bewahrer“, „Abenteurer“, „Hedonisten“ oder „Performer“ eingeordnet. Ziel die

³⁷⁴ *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (575); *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 1; *Klöhn*, 2006, S. 90; *Goldberg/Nitzsch*, Behavioral Finance, 2004, S. 25.

³⁷⁵ *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (575).

³⁷⁶ *Simon*, The Quarterly Journal of Economics 1955, 99; *Simon*, Psychological Review 1956, 129

³⁷⁷ Beide haben gemeinsam eine Vielzahl von Untersuchungen zum Thema veröffentlicht. Besonders bedeutend für die behavioral finance sind: *Kahneman/Tversky*, Science 1974, 1124 und *Kahneman/Tversky*, Econometrica 1979, 263

³⁷⁸ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

³⁷⁹ *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (575).

³⁸⁰ *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (575); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (218).

³⁸¹ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (10f); *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (576); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (218).

³⁸² Siehe das vorangegangene Kapitel 4 S. 26f.

³⁸³ So auch *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (12).

³⁸⁴ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,727133,00.html>, zuletzt abgerufen am 10.12.2010.

ser Einteilung war es, den Anlageberatern Verkaufshilfen³⁸⁵ in Form von Beispiellargumente und Schlüsseln selbegriffen für die Anlageberatung an die Hand zu geben³⁸⁶. Die so empfohlenen Beratungsmethoden waren nur in Ausnahmefällen mit dem homo oeconomicus-Modell vereinbar. Denn die Mehrheit der Argumentations- und Verhaltenshilfen war rein emotional geprägt. So sollte einem Kunden, der als „Hedonisten“ eingeordnet wurde, bei der Beratung „extravagante Angebote [...] entsprechend seinem Wunsch nach Individualität“³⁸⁷ gemacht werden. Argumente sollten „stark emotional sein, da er seine Entscheidungen impulsiv trifft“. Ähnliche Empfehlungen gab es für alle anderen Kundentypen auch. Mal sollten sie in „vertrauter Atmosphäre“ beraten werden, mal mit dem Hinweis auf „soziale Bewährtheit („andere machen das auch“)³⁸⁸. Gegenüber „Performern“ sollte der Auftritt „stets seriös und in finanziellen Dingen kompetent wirken“. Wohl gemerkt, es kam der Haspa vor allem darauf an, dass die Anlageberater so „wirken“, nicht dagegen darauf, dass sie so sind.

Ähnlich deutliche Abweichungen vom homo oeconomicus-Modell nehmen z.B. auch die Banken an, die eine geschlechterorientierte Anlageberatung für sinnvoll halten³⁸⁹. Sie gehen davon aus, dass es bei Frauen stärker als bei Männern auf Empathie und Vertrauen ankommt – beides Werte die in einer Beratung nach der neoklassischen Theorie keine Rolle spielen dürften. Entsprechende Kenntnisse sind den Anlageberater bzw. den hinter ihnen stehenden Finanzinstituten auch einiges wert. So hat die Dresdner Bank bereits 2004 einen zweistelligen Millionenbetrag in die Vertriebsschulung ihrer Mitarbeiter investiert³⁹⁰. Warum diese Maßnahmen geschäftsfördernd sind und wie die Anlageinteressenten in der Realität vom homo oeconomicus-Modell abweichen, ist Gegenstand dieses Kapitels.

II. Grundannahmen der behavioral finance

1. Bounded rationality

Das homo oeconomicus-Modell ist nach seinem Siegeszug in der ökonomischen Theorie³⁹¹, und somit auch in der Ökonomik³⁹², seit den 1950-er Jahren einer immer stärker werdenden Kritik hinsichtlich seines Realitätsgehaltes und damit auch seiner Prognose- bzw. Erklärungsfähigkeit ausgesetzt. Die Annahme, dass für eine Entscheidung wirklich alle Informationen verarbeitet werden können, und dies quasi augenblicklich geschieht, wurde bereits von den Anhängern der rational choice theory als lebensfremd

³⁸⁵ Allein in der Verbindung von Beratung und Verkauf liegt eine der zentralen Schwächen des in Deutschland üblichen Beratungsmodells, da die Beratern stets auch ihr Provisionsinteresse im Kopf haben und dies jedenfalls nicht den Interessen der Kunden entspricht und oft auch zuwider laufen wird. Siehe dazu oben Kapitel 2. D. III. S. 17f.

³⁸⁶ Zur Ausbildung der Anlageberater auch *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (250).

³⁸⁷ So das interne PDF-Dokument der Haspa <http://www.ndr.de/info/haspapräsentation101.html>, zuletzt abgerufen am 10.12.2010.

³⁸⁸ Beide Herangehensweisen beziehen sich auf den als „Bewahrer“ bezeichneten Kundentyp in der Haspa-Klassifizierung.

³⁸⁹ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/0,1518,725881,00.html> zuletzt abgerufen am 11.12.2010.

³⁹⁰ *Öchsner*, SZ vom 09.03.2004.

³⁹¹ Siehe dazu oben Kapitel 4. B. II. S. 26f.

³⁹² Im Bereich der Rechtswissenschaft wird bei der ökonomischen Analyse des Rechtes stets der *homo oeconomicus* als Verhaltensmodell angenommen. Dazu statt vieler *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (217); *Janson*, 2004, S. 26f. und *Lieth*, 2007, S. 51f. jeweils mwN.

angesehen³⁹³. Diese Kritik nahm Herbert Alexander Simons auf³⁹⁴ und entwickelte sein Konzept der bounded rationality im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik.

Simon³⁹⁵ erkannte, dass der reale Mensch weder alle möglichen Handlungsmöglichkeiten und vorhandenen Informationen kennt, noch dass er in der Lage ist, unbegrenzt neue Informationen sofort zu verarbeiten³⁹⁶. Grund dafür ist im Wesentlichen, dass sowohl die Beschaffung der Informationen, wie auch deren Verarbeitung, Kosten (vor allem: Zeitaufwand) verursacht³⁹⁷, die niemand unbegrenzt tragen will und kann. Eingeschränkt sei danach aber nicht das Rationalverhalten des Menschen selbst, sondern nur sein Wissen und die Zeit, die er auf die Entscheidungsfindung verwendet³⁹⁸. Insofern ist der Mensch in der neoinstitutionellen Theorie immer noch ein homo oeconomicus, d.h. ein rationaler Entscheider, der im Moment der Entscheidung lediglich nicht alles weiß, was für ihn wichtig wäre.

Wegen der mit der Informationsaufnahme und -verarbeitung verbundenen Kosten muss sich eine Entscheidung aber nicht nur auf unvollständige Daten stützen, sondern immer auch in limitierter Zeit getroffen werden. Simon erkannte, dass der Mensch dann zur Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung Heuristiken einsetzt. Dabei handelt es sich um Techniken, die es durch Vereinfachung von Sachverhalten und Anknüpfung an vorhandene Kenntnisse und Erfahrungen erlauben, die Komplexität von Entscheidungssituationen so zu reduzieren, dass eine sinnvolle Entscheidung mit vertretbarem Aufwand möglich wird³⁹⁹.

Ein einfaches Beispiel für eine kognitive Heuristik findet sich beim Fangen eines zugeworfenen Balles⁴⁰⁰. Man stelle sich vor, einem wird ein Ball zugeworfen, dieser befindet sich bereits in der Luft und soll aufgefangen werden. Woher weiß man nun, wo man stehen muss bzw. wo der Ball zu Boden fällt? Theoretisch fliegen Bälle in Parabeln – also müsste man eine Parabelgleichung kennen und anwenden. Dabei müsste man zumindest noch einen eventuellen Drall des Balles, die Windgeschwindigkeit und -richtung einbeziehen. Diese Berechnung müsste man in einigen Sekunden bewerkstelligen. Würde man nur so herauszufinden, wo der Ball landet, dürfte nie einer gefangen werden. Tatsächlich gelingt dies aber, weil die meisten Menschen eine Blickheuristik anwenden. Sobald sie den Ball sehen, fixieren sie ihn und fangen an loszulaufen. Wenn sie dabei den Blickwinkel, d.h. den Winkel zwischen Auge und Ball, stets gleich halten, werden sie dort sein, wo der Ball aufkommt. Berechnen konnten und mussten sie diesen Punkt dazu aber nicht, stattdessen haben sie sich durch Vereinfachungen und dem Rückgriff auf bewährte Verhaltensweisen eine effektive Entscheidung getroffen.

Folglich war der Mensch nach Simon „begrenzt rational“⁴⁰¹. Er gab sich wegen seiner begrenzten Informationen und angesichts endlicher Zeit für die Problemlösung mit Entscheidungen zufrieden, die,

³⁹³ Nachweise bei Janson, 2004, S. 40.

³⁹⁴ Der zu dieser Zeit noch als *economic man* bezeichnet wurde. Simon, The Quarterly Journal of Economics 1955, 99 (99).

³⁹⁵ Simon, The Quarterly Journal of Economics 1955, 99

³⁹⁶ Janson, 2004, S. 40.

³⁹⁷ Dazu zählt neben aufzuwendenden Geldern vor allem auch der mit der Verarbeitung erforderliche Zeitaufwand.

³⁹⁸ Insofern ist der Begriff *bounded* (eingeschränkte) *rationality* auch missverständlich.

³⁹⁹ Instruktiv zum Thema Heuristiken Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 49f.; Teigelack, 2009, S. 90; Klöhn, 2006, S. 91.

⁴⁰⁰ Beispiel nach Gigerenzer/Gaissmaier in: Funke, Denken und Problemlösen, 2006, Denken und Urteilen unter Unsicherheit: Kognitive Heuristiken, S. 330. Abrufbar unter http://www.psychologie.uni-heidelberg.de/ae/allg/enzykl_denken/Enz_06_Heuristiken.pdf, zuletzt abgerufen am 15.02.2011.

⁴⁰¹ *bounded rationality*. Eidenmüller, JZ 2005, 216 (218).

wenn nicht optimal, so doch „befriedigend genügen“⁴⁰². Diese Erkenntnis prägt die neoinstitutionelle Theorie in Bezug auf das angenommene Rationalverhalten der Akteure⁴⁰³. Simon ging dabei allerdings nach wie vor davon aus, dass das neoklassische Modell vom Rationalverhalten, in Bezug auf die letztlich verarbeiteten Informationen, und in Bezug auf ihre Nützlichkeitsfunktion⁴⁰⁴, weiter galt. Danach würde sich perfekte Rationalität einstellen, wenn alle Informationen verfügbar wären. Simons Konzept der „begrenzten Rationalität“ hat sich innerhalb der Institutionenökonomik durchgesetzt⁴⁰⁵, konnte jedoch nicht annähernd die Abweichungen des homo oeconomicus vom tatsächlichen Verhalten des Menschen erklären. Außerdem hatte Simon weder konkreten Abweichungen herausgearbeitet und untersucht, noch empirische Belege gesammelt.

2. Prospect theory⁴⁰⁶

In diese Lücke stießen dann Anfang der 1970-er Jahre verschiedene Forscher – allen voran Tversky und Kahneman – die mittels einer Vielzahl von empirischen Untersuchungen konkrete Abweichungen des tatsächlichen Rationalverhaltens vom homo oeconomicus-Modell nachwiesen. Bei ihren Forschungen entdeckten sie Anomalien bei den Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungsfähigkeiten, sowie beim Urteilsverhalten, die sich auch nicht mit dem Konzept der bounded rationality erklären ließen⁴⁰⁷. Ihre Entdeckungen fassten die beiden Forscher in der prospect theory zusammen.

Neben begrenzten Informationen, sind es danach vor allem die Vereinfachungen komplexer Sachverhalte, die zu Abweichungen vom Rationalmodell führen. Ein Hauptgrund dafür ist der Umstand, dass Heuristiken zwar in aller Regel ihre Aufgabe gut erfüllen, jedoch in bestimmten Situationen versagen und so zu Fehlinterpretationen, Realitätsverzerrungen und Trugschlüssen führen⁴⁰⁸. Ein Beispiel für eine Heuristik, die meist gut, am Kapitalmarkt aber oft schlecht funktioniert, ist das Herdenverhalten. Dabei geht es im Prinzip darum, zu Tun-was-die-Mehrheit-tut⁴⁰⁹. Während diese einfache Form der Heuristik meistens zu richtig Handlungen führt (etwa zu rennen, wenn alle rennen), kann dies insbesondere am Kapitalmarkt dazu führen, dass man stets nur hinterherläuft und so oft zu spät kommt.

Das bedeutet, dass Heuristiken als Methode zur Informationsverarbeitung bzw. Entscheidungsfindung selbst nicht irrational sind, sondern nur in bestimmten Fällen zu irrationalen, weil unökonomischen, Ergebnissen führen.

Neben den durch die Anwendung von Heuristiken verursachten kognitiven Fehlern, sind die beobachteten Abweichungen der Menschen vom homo oeconomicus-Modell vor allem durch eine von der expected utility theory abweichenden Nutzenfunktion zu erklären⁴¹⁰. Während die Neoklassik davon aus

⁴⁰² Simon hat den Begriff des *satisficing* geprägt, der sich aus *satisfying* (befriedigend) und *suffice* (genügend) zusammensetzt und die Qualität der Entscheidung eines begrenzt rationalen Menschen beschreiben soll. *Simon*, *Psychological Review* 1956, 129 (136).

⁴⁰³ Siehe dazu oben Kapitel 4 B. II S. 27f.

⁴⁰⁴ *Subjective expected utility*.

⁴⁰⁵ *Eidenmüller*, *JZ* 2005, 216 (218).

⁴⁰⁶ *Kahneman/Tversky*, *Econometrica* 1979, 263.

⁴⁰⁷ *Eidenmüller*, *JZ* 2005, 216 (218); *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 26f.

⁴⁰⁸ *Klöhn*, 2006, S. 92.

⁴⁰⁹ *Grinblatt/Titman/Wermers*, SSRN eLibrary 1994; *Nofsinger/Sias*, *The Journal of Finance* 1999, 2263.

⁴¹⁰ Siehe dazu oben Kapitel 4. B. II. S. 27f.

geht, dass der Mensch stets den Erwartungsnutzen einer möglichen Entscheidung berechnet⁴¹¹ und dann die Entscheidung mit dem höchsten Wert wählt, haben Kahneman und Tversky erkannt, dass dies nicht so ist. Denn Menschen bestimmen Gewinn und Verlust nicht anhand absoluter Werte, sondern immer relativ zu einem Ausgangs- bzw. Bezugspunkt⁴¹². Ein Anleger wird also einen Gewinn nicht nach der Summe seines Vermögenszuwachses bestimmen, sondern nach der Relation des derzeitigen Kurses zum Einstiegskurs. Dies klingt für sich genommen noch nicht besonders bedeutsam, führt aber im Zusammenhang mit der zweiten Säule der prospect theory zu erheblichen Abweichungen vom homo oeconomicus-Modell. Kahneman und Tversky haben nämlich außerdem festgestellt, dass die individuelle Nutzenfunktion nicht linear verläuft, sondern wegen der grundsätzlich abnehmenden Sensitivität der Menschen zunehmend flacher wird⁴¹³. Grund für die abnehmende Sensitivität in beide Richtungen ist, dass Menschen nicht dafür geschaffen sind, absolute Veränderungen in ihrer Umwelt wahrzunehmen, sondern eher relative Abweichungen vom Ausgangszustand⁴¹⁴. Um also z.B. ein Geräusch wahrzunehmen, muss dieses lauter als die Hintergrundgeräusche sein, egal wie laut oder leise diese und das Geräusch absolut sind. Wegen dieser relativen Wahrnehmung kommt es auch zur relativen Bewertung von Sachverhalten, wie z.B. auch der Höhe von Gewinnen und Verlusten⁴¹⁵.

Auf den Bereich der Kapitalmarktes angewendet, bedeutet eben Gesagtes, dass ein Anleger einen Gewinn oder Verlust eines Engagements danach bestimmt, wie sich der derzeitige Kurs zu seinem Einstiegskurs (=Bezugspunkt) verhält. Liegt der Einstiegskurs unter dem aktuellen, verbucht er einen Gewinn, liegt er darüber, einen Verlust. Dabei wiegt allerdings sowohl der erste Gewinn bzw. der erste Kursanstieg schwerer als ein darauf folgender, spricht der Anleger freut sich über die ersten 5% Gewinn mehr als über die nächsten 5%⁴¹⁶. Selbiges gilt in umgekehrter Form für Verluste⁴¹⁷. Während ein Anleger unter den ersten Kurseinbußen noch stark leidet, nimmt dieses Leiden immer weiter ab je mehr der Kurs sinkt. Irgendwann wird es dem Anleger quasi gleichgültig, ob er nochmal 10% seines ursprünglich eingesetzten Kapitals verliert. Der Unterschied zwischen einem Verlust von 70% oder einem von 80% wird also nicht so stark wahrgenommen, wie der zwischen 10% und 20%, obwohl beide in absoluten Zahlen gleich hoch sind.

Neben den Tatsachen, dass Menschen die Nützlichkeit eines bestimmten Ereignisses nicht absolut, sondern relativ zu einem Bezugspunkt ermitteln, und dass es dabei zu einer abnehmenden Sensitivität bezüglich der Gewinne und Verluste kommt, haben Kahneman und Tversky eine weitere grundlegende Abweichung vom homo oeconomicus nachgewiesen. Dabei handelt es sich um das Phänomen der loss aversion⁴¹⁸, welches vereinfacht gesagt den Umstand beschreibt, dass der Verlust von 100 Euro mehr schmerzt als der Gewinn von 100 Euro Freude mit sich bringt. Grund für das Auftreten der Verlustaversi

⁴¹¹ Indem er den Nutzen der Entscheidung mit der Eintrittswahrscheinlichkeit multipliziert. Siehe dazu oben Kapitel 4. B. II. S. 27f.

⁴¹² Kahneman/Tversky, *Econometrica* 1979, 263 (277f); Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 85f.

⁴¹³ Kahneman/Tversky, *Econometrica* 1979, 263 (277f); Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 85f.

⁴¹⁴ Blechschmidt, 2007, S. 33; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 83f.

⁴¹⁵ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 85.

⁴¹⁶ Die Sensitivität nimmt aber nicht ausnahmslos ab. Wenn ein Anleger z.B. genau 10.000 EUR für ein neues Auto braucht, dann wird seine individuelle Nützlichkeitsfunktion erst flacher und wieder steiler, wenn sich sein Gewinn dieser Schwelle nähert. Selbiges gilt für Verluste, wenn ein Händler z.B. bei einem Tagesverlust von EUR 100.000 eine Meldung machen muss. Ausführlicher Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 98; Kahneman/Tversky, *Econometrica* 1979, 263 (278).

⁴¹⁷ Ebenda.

on ist das Bedürfnis nach Dissonanzfreiheit⁴¹⁹, denn ein Gewinn ist konform mit der Überzeugung das Richtige getan zu haben, während ein Verlust augenfällig macht, dass dem nicht so war. Während ein Gewinn also stets „erwartungsgemäß“ ist, ist ein Verlust immer enttäuschend und wird daher – bei gleicher Höhe der Beträge – stärker wahrgenommen.

3. Kontrollbedürfnis (locus of control)

Eine weitere zentrale Grundsäule der behavioral finance, ist das psychologische Grundbedürfnis eines jeden Menschen, sich als Verursacher der Veränderungen in seiner Umwelt wahrzunehmen⁴²⁰. Jeder strebt grundsätzlich nach dem Gefühl, eine Situation „im Griff zu haben“ und „Herr der Lage“ zu sein. Dies gilt für alle Lebensbereiche, insbesondere aber auch für den Anleger, der am Kapitalmarkt agiert⁴²¹. Für diesen gibt es, wie für alle Menschen, verschiedene Möglichkeiten, sein Kontrollbedürfnis zu befriedigen.

Das Bedürfnis nach Kontrolle kann nämlich nicht nur durch die Möglichkeit, den Verlauf der Dinge direkt zu beeinflussen, befriedigt werden. Wäre dies so, würde über kurz oder lang niemand mehr in Finanzinstrumente investieren, da wohl niemand den Verlauf von Kursen wirklich beeinflussen kann. Stattdessen reicht es den meisten Menschen aus, ihr Kontrollbedürfnis durch schwächere Formen der Kontrolle zu befriedigen. Es kommt bei all diesen Formen der Kontrolle nicht darauf an, dass objektiv Kontrolle ausgeübt wird, sondern nur darauf, dass der Kontrollierende das Gefühl hat, er oder sie würde Kontrolle über die Dinge haben.

Dazu gibt es das Modell des locus of control⁴²², das beschreibt, in welchem Maß ein Mensch glaubt, dass er ihn betreffende Ereignisse kontrollieren kann⁴²³. Die stärkste Form der Kontrolle, stellt die Fähigkeit dar, den Verlauf der Dinge beeinflussen zu können. Wie bereits erwähnt, gelingt das an den Finanzmärkten nur den Allerwenigsten⁴²⁴. Weil dies den meisten Anlegern auch bewusst ist, geben sie sich mit geringeren Stufen der Kontrolle zufrieden⁴²⁵. Eine dieser Formen kann die Fähigkeit (bzw. Einbildung) sein, die Ereignisse zumindest vorherzusehen und sein Verhalten danach zu richten. Auch diese zweite Stufe der Kontrolle dürfte für die meisten Anleger nicht zu erreichen sein, da sie ansonsten quasi unbegrenzte Kursgewinne erzielen könnten und dies offensichtlich bei den wenigsten passiert. Gleichwohl geben sich eine Vielzahl von Anlegern genau dieser Vorstellung hin, wenn sie auf technische oder volkswirtschaftliche Analysen gestützte Entscheidungen treffen⁴²⁶. Für die entsprechende Einbildung hat sich der Begriff der Kontrollillusion durchgesetzt⁴²⁷.

⁴¹⁸ Benartzi/Thaler, *The Quarterly Journal of Economics* 1995, 73 (73); Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 130; Kahneman/Tversky, *Econometrica* 1979, 263

⁴¹⁹ Siehe unten unter Kapitel 5 A. II 4. S. 64f.

⁴²⁰ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 141.

⁴²¹ Blechschmidt, 2007, S. 50; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 141.

⁴²² Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 142.

⁴²³ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 142.

⁴²⁴ Während dem Investor George Soros dies bei seiner Spekulation gegen das britische Pfund 1992 gelang (http://en.wikipedia.org/wiki/Black_Wednesday abgerufen am 27.12.2010), sind viele, wie z.B. der bereits erwähnte Nick Leeson, letztlich gescheitert (http://de.wikipedia.org/wiki/Nick_Leeson#Leesons_Vorgehensweise, abgerufen am 27.12.2010).

⁴²⁵ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 143.

⁴²⁶ Blechschmidt, 2007, S. 51; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 144.

⁴²⁷ Thompson, *Current Directions in Psychological Science* (Wiley-Blackwell) 1999, 187; Langer/Roth, *Journal of Personality and Social Psychology* 1975, 951; Kohlert, 2009, S. 39; Blechschmidt, 2007, S. 51; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 144.

Auf der dritten Stufe der Kontrolle besteht die Überzeugung, zumindest die Umgebungsvariablen zu kennen, die für den Eintritt eines Ereignisses maßgeblich sind. Wenn ein Anleger also glaubt, alle relevanten Informationen zu kennen, so dass er auf deren Grundlage die Wahrscheinlichkeit eines bestimmten Ereignisses berechnen kann, hat er auch das Gefühl, die Dinge unter Kontrolle zu haben. Da es für die Befriedigung des Kontrollbedürfnisses nicht auf eine objektive Kontrolle ankommt, sondern lediglich auf die subjektiv erlebte Einbildung, fühlt sich ein Anleger dabei umso besser (weil kontrollieren der), je kompetenter und besser informiert er sich fühlt⁴²⁸. Obwohl den meisten Anlegern also bewusst ist, dass sie ihre Entscheidungen auf einer unvollständigen Datenbasis treffen, werden sie zunächst mit je der weiteren Information ein Mehr an Kontrolle erleben. Aus demselben Grund fühlen sich Entscheider wohler, wenn Ihnen die Daten und Fakten auf deren Grundlage sie ihre Entscheidung treffen, vertraut erscheinen⁴²⁹.

Die nächste, wiederum abgeschwächte Form der Kontrolle ist die Fähigkeit, die Ereignisse wenigstens im Nachhinein erklären zu können. Indem man die Ursache für ein bestimmtes Geschehen analysiert, kann man zukünftig vergleichbare Situationen steuern oder vorhersagen⁴³⁰. Dadurch können Anleger den locus of control auch dann wieder bei sich verankern, wenn sie sonst eigentlich einsehen müssten, dass sie keine Kontrolle am Kapitalmarkt haben. Gelingt auch dies nicht, bleibt ihnen nur die Möglichkeit, sich die Dinge schönzureden oder ihnen einen übergeordneten Sinn zu verleihen („Wer weiß, wozu es gut ist.“).

Geht es um Anlageberatung dürfte vor allem die dritte Stufe der Kontrolle relevant sein, spricht die Situation, in der ein Anlageinteressent versucht, die Determinanten für zukünftige Entwicklungen am Kapitalmarkt zu erkennen. Auch dem Anlageinteressenten kommt es bei Beratung und anschließender Entscheidung darauf an, sich als Herr der Lage zu fühlen. Ob er dieses Gefühl erreicht, hängt nicht nur vom Grad seiner Kenntnis der Einflussfaktoren für Erfolg oder Misserfolg der zu treffenden Anlageentscheidung ab. Bedeutsam ist daneben auch die Höhe der zu investierenden Beträge. Ein kleiner Einsatz, dessen Verlust eher zu verschmerzen ist, wird tendenziell dazu führen, dass sich der Anlageinteressent der Situation auch dann nicht hilflos ausgesetzt sieht, wenn er eigentlich „nicht weiß, was er tut“. Denn dann ähnelt die Anlageentscheidung eher einem Spiel als „dem Ernst des Lebens“⁴³¹.

Starken Einfluss auf die Befriedigung des Kontrollbedürfnisses hat daneben die Frage, inwieweit der Anleger das Ergebnis der zu treffenden Anlageentscheidung, sprich die Wertentwicklung seines Investments, einzeln oder im Zusammenhang mit anderen Anlageentscheidungen bewertet. Ist er z.B. mit dem größten Teil seines Vermögens in relativ risikoarme Werte, wie z.B. deutsche Staatsanleihen investiert, so wird er eher keinen Kontrollverlust empfinden, wenn er ausnahmsweise eine riskante Entscheidung auf unzureichender Datenbasis trifft und dabei nur einen geringen Betrag einsetzt. Es kommt also nicht nur auf die jeweils zu treffende Anlageentscheidung an, sondern immer auch, auf die persönliche finanzielle Situation an, in der sie getroffen wird.

Bei der Regulierung der Anlageberatung sollte sich der Gesetzgeber immer auch des Kontrollbedürfnisses der Anlageinteressenten bewusst sein. Denn ein Gefühl des Kontrollverlustes, d.h. den Dingen

⁴²⁸ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 146.

⁴²⁹ Thompson, Current Directions in Psychological Science (Wiley-Blackwell) 1999, 187 (188).

⁴³⁰ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 147.

⁴³¹ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 148.

hilflos gegenüber zu stehen, kann sich so negativ auswirken, dass man davon krank wird⁴³². Aber auch wenn man nicht krank wird, kann eine längere Phase des Kontrollverlustes dazu führen, dass sich der Betroffene in einen Zustand der „gelernten Hilflosigkeit“ begibt⁴³³. Dieser Zustand wird durch drei Umstände gekennzeichnet. Ersten wird der Betroffene sein individuelles Kontrollbedürfnis reduzieren, zweitens wird seine Fähigkeit, Zusammenhänge zu erkennen, eingeschränkt und drittens wird seine Furcht vor dem Ausgeliefertsein irgendwann in Resignation und Depression enden⁴³⁴. Mit diesem Kontrollverlust lässt sich also das Zurückziehen⁴³⁵ dauerhaft enttäuschter Anleger vom Kapitalmarkt erklären⁴³⁶.

Aus diesem Zusammenhang folgt, dass sich der Gesetzgeber mit dem Bedürfnis nach Kontrolle des Anlegers auseinandersetzen muss, wenn er die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes erhalten will. Wie das geschehen kann, wird im Verlauf der Arbeit noch untersucht werden.

4. Streben nach Dissonanzfreiheit

Eng mit dem Kontrollbedürfnis verbunden, ist die Bestrebung, frei von kognitiver Dissonanz zu sein⁴³⁷. Auch hierbei handelt es sich um ein psychologisches Grundbedürfnis, welches man vereinfacht gesagt auch als Streben nach Harmonie bezeichnen könnte. Unter kognitiver Dissonanz wird der seelische Zustand verstanden, der sich einstellen kann, nachdem eine Entscheidung zwischen verschiedenen Optionen, die jeweils Vor- und Nachteile haben, getroffen wurde. Meist sprachen bei einer solchen Entscheidung, sowohl für die eine, als auch für die andere Wahlmöglichkeit verschiedene Argumente, so dass der letztlich gefällte Entschluss immer auch mit negativen Komponenten behaftet ist⁴³⁸. Beispiel: wer sich beim Kauf eines Autos zwischen zwei ähnlichen Modellen für eines der beiden entscheidet, hat sich mit dem Kauf auch gegen die Vorzüge des anderen Fabrikats entschieden. Gleichzeitig hat das neue Auto neben seinen Vorteilen auch einige Nachteile. Das Bewusstsein dieser Umstände steht nun allerdings im Widerspruch zur Überzeugung des Entscheiders, die beste Wahl getroffen zu haben und kann, so ihm nicht entgegen gewirkt wird, das beständig schlechte Gefühl hervorrufen, vielleicht doch die falsche Entscheidung getroffen zu haben. Dies gilt aber nicht nur für Informationen, die der Entscheider schon vor der Wahl kannte, sondern vielmehr noch für neue Information, von denen er erst später Kenntnis erhält. Sprechen diese Informationen gegen die Überzeugung, die beste Wahl getroffen zu haben (z.B. weil ein neuer Testbericht klar das andere, gegenüber dem gewählten, Modell bevorzugt) verursacht dies ein unangenehmes Gefühl. Dieser Zustand wird als kognitive Dissonanz bezeichnet⁴³⁹.

Kognitive Dissonanz kann im Übrigen sowohl nach einer Entscheidung eintreten, als auch in dem Fall, in welchem man etwas von vornherein nicht erreichen oder wählen konnte. Klassisches Beispiel für eine solche Situation ist die des Fuchses in Äsops Fabel „Der Fuchs und die Trauben“. Diesem stand der Sinn nach hoch hängenden Weintrauben, an die er aber nicht heran kam. Weil dies so war,

⁴³² Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 141.

⁴³³ Abramson/Seligman/Teasdale, Journal of Abnormal Psychology 1978, 49.

⁴³⁴ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 141.

⁴³⁵ Siehe dazu oben unter Kapitel 4 C. II 1. S. 30f.

⁴³⁶ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 142.

⁴³⁷ Die Theorie der kognitiven Dissonanz geht auf Leon Festinger zurück. Dessen Schüler Elliot Aronson hat die Theorie instruktiv zusammengefasst Aronson, The American Journal of Psychology 1997, 127; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 118.

⁴³⁸ Blechschmidt, 2007, S. 45.

⁴³⁹ Aronson, The American Journal of Psychology 1997, 127.

suchte der Fuchs nach Gründen, warum er die Trauben eigentlich gar nicht wollte („noch nicht reif genug, ich mag keine sauren Trauben“⁴⁴⁰). Kann man also etwas nicht erlangen, was einem attraktiv erscheint, löst auch das eine kognitive Dissonanz aus.

Um kognitive Dissonanz abzustellen oder zu verringern, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Zu nächst könnte man die getroffene Entscheidung revidieren. Aber wie sich am Beispiel des Autokaufs zeigt, ist dies oft mit hohen Kosten und vor allem dem Eingeständnis, eine falsche Entscheidung getroffen zu haben, verbunden⁴⁴¹. Außerdem kann es bei jeder, also auch der revidierenden, Entscheidung zu kognitiven Dissonanzen kommen.

Die durch eine Dissonanz hervorgerufenen Spannungen werden stattdessen meist anders abgebaut. Und zwar indem man negative Informationen nicht so stark gewichtet oder sogar ignoriert, und gleichzeitig solche Umstände in den Mittelpunkt seiner Wahrnehmung rückt, die das gewählte Ergebnis stützen (sogenannte selektive Wahrnehmung⁴⁴²). Im Englischen heißt der Effekt deshalb auch confirmation bias⁴⁴³, weil er das Phänomen beschreibt, bestätigende Informationen stärker wahrzunehmen. Solches Verhalten stellt aber eine eklatante Abweichung vom Verhalten des homo oeconomicus dar⁴⁴⁴.

5. Selbstüberschätzung (overconfidence)

Eine der am besten gesicherten Erkenntnisse der Verhaltenspsychologie, ist die Tatsache, dass sich Menschen selbst überschätzen. Sie überschätzen ihre Fähigkeiten und ihr Wissen eben so, wie ihre relative Stärke im Verhältnis zur Vergleichsgruppe⁴⁴⁵. So ergeben z.B. Studien mit Autofahren, dass sich die überwiegende Mehrheit für überdurchschnittliche Fahrer hält⁴⁴⁶. Gefragt, wie sie die Wahrscheinlichkeit eines eigenen Unfalles in verschiedenen Situationen im Vergleich zu anderen Fahrern einschätzen, waren alle Befragten der Meinung, dass dies in ihrem Fall unwahrscheinlicher wäre, als für die anderen⁴⁴⁷. Ähnliche Ergebnisse erzielen Umfragen, bei denen Menschen die Wahrscheinlichkeit einschätzen sollen, dass eine von ihnen gegebene Antwort richtig ist⁴⁴⁸. Dabei sollten die Teilnehmer erst Wissensfragen beantworten und anschließend schätzen, mit welcher Wahrscheinlichkeit ihre Antwort zutrifft. Dass sie dabei insbesondere bei den schweren Fragen – also bei solchen, deren Antwort sie tendenziell nicht kannten – die gesuchte Wahrscheinlichkeit viel zu hoch ansetzten, lässt sich mit dem bereits beschriebenen Streben nach Kontrolle und Dissonanzfreiheit erklären.

Bei Anlageentscheidungen überschätzen Anlageinteressenten z.B. die Verlässlichkeit und Qualität ihrer privaten Informationen, also solcher Fakten, von denen sie vor anderen Anlageinteressenten erfahren⁴⁴⁹ oder erfahren zu glauben. Und obwohl von vornherein nur solche Personen ihr Geld am Kapital

⁴⁴⁰ Zitiert nach Wikipedia http://de.wikipedia.org/wiki/Der_Fuchs_und_die_Trauben, abgerufen am 20.04.2011.

⁴⁴¹ *Blechschmidt*, 2007, S. 46.

⁴⁴² *Blechschmidt*, 2007, S. 22; *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 126.

⁴⁴³ *Nickerson*, Review of General Psychology 1998, 175.

⁴⁴⁴ *Klöhn*, 2006, S. 106.

⁴⁴⁵ *Barber/Odean*, The Quarterly Journal of Economics 2001, 261 (261); *Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam*, SSRN eLibrary 1997 (8f.); *Teigelack*, 2009, S. 94f.; *Klöhn*, 2006, S. 116f.

⁴⁴⁶ *Gosselin/Gagnon/Stinchcombe u. a.*, Accident Analysis & Prevention 2010/3, 734.

⁴⁴⁷ *Gosselin/Gagnon/Stinchcombe u. a.*, Accident Analysis & Prevention 2010/3, 734.

⁴⁴⁸ *Teigelack*, 2009, S. 94 mwN.

⁴⁴⁹ *Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam*, SSRN eLibrary 1997 (3).

markt anlegen, die der Meinung sind, dass sie bessere Anlageentscheidungen als andere treffen, hält sich die Mehrheit der Anleger für intelligenter als den Rest⁴⁵⁰.

Welche konkreten Effekte sich für die Beteiligten einer Anlageberatung aus der Verwendung von Heuristiken, ihrem Harmoniebedürfnis, dem Streben nach Kontrolle und einer Neigung zur Selbstüberschätzung in Kombination mit der relativen Nutzenfunktion der prospect theory ergeben, wird im Folgenden dargestellt.

B. Anlageberatungsrelevante Erkenntnisse

I. Einführung

Nachdem damit fundamentale Grundlagen der behavioral finance erläutert wurden, werden nun konkrete Auswirkungen derselben in Anlageberatungssituationen dargestellt und dabei jeweils die Abweichungen vom homo oeconomicus, sowie deren Bedeutung in rechtlicher Hinsicht, erläutert. Die Darstellung wird sich hier an den oben dargestellten Phasen der Anlageberatung orientieren⁴⁵¹. Dabei werden die ersten beiden Phasen (Auswahl des Beraters und Anlageberatung an sich) zusammengefasst, da es in beiden Phasen vor allem um die Aufnahme und Verarbeitung von Informationen geht. In diesen Phasen sind also Abweichungen des Anlegers in Bezug auf seine Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungsfähigkeiten relevant.

Daran anknüpfend werden die für die Entscheidungsphase relevanten Abweichungen dargestellt. In beiden Abschnitten werden unterschiedliche Auswirkungen der Abweichungen auf den Anleger dargestellt, soweit diese Auswirkungen während der Anlageberatung haben.

II. Informationsphase

1. Abweichungen bei der Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitung

a) Einführung

Die Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungsfähigkeiten des Menschen sind beschränkt. Anders als es das homo oeconomicus-Modell vorgibt, kann ein Anleger in einem bestimmten Moment nur eine begrenzte, eher geringe Menge von Daten aufnehmen⁴⁵². Weil aber insbesondere bei Anlageentscheidungen stets eine Vielzahl von Informationen unterschiedlichster Komplexität erfasst und verarbeitet werden müssen, greift der Anlageinteressent auf Daumenregeln (Heuristiken) zur Reduzierung dieser Vielschichtigkeit zurück. Diese Techniken erlauben es dem Menschen normalerweise, sich auf das Wesent

⁴⁵⁰ Klöhn, 2006, S. 118.

⁴⁵¹ Siehe dazu oben Kapitel 1 E. S. 18f.

⁴⁵² Blechschmidt, 2007, S. 16.

liche zu konzentrieren und so in begrenzter Zeit zu verwertbaren Ergebnissen zu kommen. Einteilen lassen sich Heuristiken in solche, die bewusst angewendet werden und solche die unbewusst ablaufen⁴⁵³.

Bewusste Heuristiken kommen z.B. dann zum Einsatz, wenn unter Zeitdruck auf unvollständiger Datenbasis entschieden wird. Der Entscheider weiß dabei, dass ihm relevante Fakten fehlen, will aber lieber jetzt als später eine Handlung ausführen und tut dies im Bewusstsein der fehlenden Informationen. Auch wenn solche Heuristiken die Gefahr falscher Einschätzungen der Sachverhalte bergen, ist dies dem Handelnden jedenfalls bekannt und kann somit auch von vornherein berücksichtigt werden.

Viel gefährlicher sind demgegenüber die unbewusst angewendeten Heuristiken, die automatisch ablaufen, intransparent sind und unvorsätzlich zur verzerrten Wahrnehmung der tatsächlichen Sachlage führen können. Auf sie wird im Folgenden vertieft eingegangen.

b) Verfügbarkeitsheuristik (availability bias)

Anleger sind nicht in der Lage, den Eintritt bestimmter Ereignisse unter Zugrundelegung aller verfügbaren Informationen abzuschätzen, wenn zu viele Informationen vorliegen oder nur begrenzte Zeit vorhanden ist⁴⁵⁴. Dies ist bei praktisch jeder Anlageentscheidung der Fall, da es de facto immer noch weitere Informationen zum ins Auge gefassten Anlageobjekt gibt⁴⁵⁵. In diesen Fällen verwerten die Anleger nur die Daten, die für sie am leichtesten verfügbar sind⁴⁵⁶. Die leichtere Verfügbarkeit kann dabei aus der wiederholten Kenntnisnahme der Ereignisse oder Daten resultieren oder daraus, dass eine bestimmte Information ganz frisch im Gedächtnis vorliegt⁴⁵⁷. Gleiches gilt für Informationen, die ein leicht vorstellbares Szenario für den Eintritt des Ereignisses aufbauen, dessen Wahrscheinlichkeit zu schätzen ist⁴⁵⁸. Besser verfügbar sind auch solche Daten, die sich aus einer persönlichen Beziehung bzw. einem Gespräch ergeben. Wenn also beispielsweise ein Freund des Anlageinteressenten mit einer Kapitalanlage einen besonders hohen Gewinn gemacht und erst kürzlich in den schillerndsten Farben davon erzählt hat, dann wird diese Information eher zur Bewertung der zukünftigen Entwicklung dieser Anlage herangezogen als andere Daten⁴⁵⁹.

Eine Folge der Verfügbarkeitsheuristik sind sogenannte priming-Effekte⁴⁶⁰. Dabei wird quasi durch eine zuerst genannte Information die Aufnahme und Verarbeitung von nachfolgenden Daten beeinflusst. Die erstgenannte Information ist am besten verfügbar, bleibt im Bewusstsein und hat übermäßigen Einfluss auf die spätere Entscheidung. Ein Beispiel ist das unter Kindern beliebte Ratespiel, bei welchem der Ratende zuerst aufgefordert wird, an die Farbe Weiß zu denken und das Wort „Weiß“ zehnmal zu wiederholen. Anschließend gefragt: „Was trinkt die Kuh?“, antworten die meisten „Milch“. Hier ist durch das priming mit „Weiß“ und die ohnehin leicht verfügbare Information, dass die Milch von der Kuh kommt, die Antwort beeinflusst.

⁴⁵³ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 50; Blechschmidt, 2007, S. 17.

⁴⁵⁴ Kahneman/Tversky, Science 185 (1974), 1124 (1127); Teigelack, 2009, S. 92.

⁴⁵⁵ Mit der Verbreitung des Internets, ist die Zahl an Informationsquellen, wie z.B. Foren und Börsenanalysen von weniger bekannten Analysten, auf eine nicht mehr überschaubare Zahl angestiegen.

⁴⁵⁶ Teigelack, 2009, S. 91; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 56; Klöhn, 2006, S. 108.

⁴⁵⁷ Klöhn, 2006, S. 108.

⁴⁵⁸ Teigelack, 2009, S. 93.

⁴⁵⁹ Beispiel nach Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 58.

⁴⁶⁰ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 65.

Anlageberater können dieses Phänomen ausnutzen, indem sie Anlegern im persönlichen Gespräch z.B. nur bestimmte Teile⁴⁶¹ der Pflichtinformationen zusammenfassen und so auch nur bestimmte Informationen betonen. Sinnvoll ist es aus Sicht des Anlageberaters, im persönlichen Gespräch eine kürzlich erfolgte positive Wertentwicklung der empfohlenen Anlage zu betonen und dies an den Anfang des Gespräches zu stellen. Selbst wenn daneben noch sämtliche erforderliche Pflichtangaben gemacht werden, die insgesamt eher gegen die Anlage sprechen, wird die leichtere Verfügbarkeit der zuerst im Gespräch getätigten Aussagen stärker berücksichtigt⁴⁶². Sie wird sich beim Anleger tiefer im Gedächtnis festsetzen als Daten, die später kommen oder in den gedruckten Pflichtinformationen enthalten sind.

c) *Selektive Wahrnehmung*

Ähnlich nachteilig auf die Anlageentscheidung, wirkt sich der Effekt der selektiven Wahrnehmung aus⁴⁶³. Dieses Phänomen kann dann zum Tragen kommen, wenn ein Anlageinteressent entweder bereits Erfahrungen mit einem zur Disposition stehenden Anlageobjekt hat oder bereits eine Tendenz für eine bestimmte Anlageentscheidung entwickelt hat. Das ist z.B. dann der Fall, wenn er bereits mit einer grundsätzlichen Vorstellung von einem möglichen Anlageobjekt in die Anlageberatung geht. In dieser Situation läuft er Gefahr, wegen seines Bestrebens nach Dissonanzfreiheit und der damit einhergehenden Neigung, kognitive Dissonanzen zu vermeiden, nur solche Informationen aufzunehmen oder zumindest stärker zu gewichten, die seine anfängliche Überzeugung stützen⁴⁶⁴. Die selektive Wahrnehmung wird unglücklicherweise umso stärker, je deutlicher die Anzeichen werden, dass seine Überzeugung falsch ist⁴⁶⁵.

Für den Anlageinteressenten ergibt sich aus dem Phänomen der selektiven Wahrnehmung die Gefahr, dass er voreingenommen in die Anlageberatung geht⁴⁶⁶. Unabhängig vom tatsächlichen Verhalten des Anlageberaters, wird er vor allem solche Informationen für erheblich halten, die seine vorgefertigte Meinung oder Tendenz stützen⁴⁶⁷. Wenn durch den Anlageberater nicht aktiv gegen die selektive Wahrnehmung beim Anlageinteressenten vorgegangen wird, ist eine vernünftige Anlageentscheidung schon mangels ausreichender Datenbasis ausgeschlossen. Denn wer nur eine Seite der Medaille betrachtet, kann keine fundierte Entscheidung treffen.

2. Urteilsverzerrungen

a) *Verankerungsheuristik (anchoring)*

Auch nachdem Informationen verarbeitet wurden, spielen Heuristiken bei Anlageentscheidungen eine Rolle. Denn ebenso wie bei der Informationsverarbeitung, unterliegen Anleger bei der Urteilsbildung Abweichungen vom homo oeconomicus. Nachgewiesen ist, dass Menschen bei der Schätzung der Eintritts

⁴⁶¹ Wobei sich die Auswahl der Kernaussagen durch den Anlageberater jedenfalls auf die aus seiner Sicht relevanten und für seine Ziele günstigen beschränken wird.

⁴⁶² Ebenso Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 207f.

⁴⁶³ Blechschmidt, 2007, S. 46; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 126; Teigelack, 2009, S. 99; siehe dazu auch oben Kapitel 5 B. II. 1. c) S. 68f.

⁴⁶⁴ Blechschmidt, 2007, S. 46; Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 126; Teigelack, 2009, S. 99.

⁴⁶⁵ Blechschmidt, 2007, S. 46.

⁴⁶⁶ Ebenso Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 211.

⁴⁶⁷ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 211.

wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Ereignisses stets von irgendeinem Anknüpfungspunkt oder Initialwert ausgehen⁴⁶⁸. Dieser Initialwert kann sich z.B. aus der Fragestellung, dem Ergebnis einer früheren Schätzung oder schlicht zufällig ergeben⁴⁶⁹. Mit diesem Wert im Hinterkopf schätzt der Anlageinteressent die Wahrscheinlichkeiten. Der Initialwert wird dabei unbewusst allerdings als Zielwert angenommen und zieht das Ergebnis quasi in seine Richtung⁴⁷⁰. Er fungiert als eine Art mentaler Anker. Die Verzerrung ist umso stärker, je unklarer die Vorstellungen des Schätzenden vom Zielwert sind⁴⁷¹.

Dass selbst zufällig vorgegebene Werte die Schätzung beeinflussen, haben schon Kahneman und Tversky nachgewiesen⁴⁷². Sie ließen in einem Experiment zwei Gruppen den prozentualen Anteil afrikanischer Staaten an den Vereinten Nationen schätzen. Für beide Gruppen wurde zuvor durch ein Glücksrad eine Zufallszahl ermittelt (10 für Gruppe A und 65 für Gruppe B). Danach sollten die Teilnehmer je der Gruppe zunächst schätzen, ob der Anteil afrikanischer Staaten höher oder niedriger als die Zufallszahl war. Anschließend sollten sich alle Teilnehmer auf einen genauen Wert festlegen. Der Median der Schätzungen von Gruppe A war 25; der von Gruppe B war 45. Das Beispiel zeigt einerseits, dass Menschen bei Schätzungen von Anker ausgehen und andererseits, dass sie den Anker zu viel Gewicht beimessen⁴⁷³.

Für den Anlageberater folgt aus diesem Umstand, dass er für ihn günstige Anker beim Kunden setzen sollte. Oft wird dies bei einem Beratungsgespräch eine positive Wertentwicklung der empfohlenen Kapitalanlage in der Vergangenheit sein. Obwohl die vergangene Wertentwicklung per se nichts über die zukünftige Wertentwicklung aussagt⁴⁷⁴, wird der so gesetzte Anker zum Ausgangspunkt der Schätzung des Anlageinteressenten. Wer also beispielsweise hört, dass eine Aktie im letzten Jahr um 25% gestiegen ist, wird unbewusst diesen Wert als Zielwert seiner Schätzung für die zukünftige Wertentwicklung zugrunde legen. Anlageberater werden daher vor allem solche Werte empfehlen, die sich in der Vergangenheit gut entwickelt haben und bei der Präsentation dieser Werte gegenüber dem Anlageinteressenten auf den Ausschnitt des Charts achten⁴⁷⁵.

Die Gefahr, die sich für die Anleger aus der Verankerungsheuristik ergibt, besteht also vor allem darin, dass die Anker von einem Anlageberater bewusst gesetzt werden können. Vor allem wenn sich der Anleger kaum mit dem in Frage kommenden Anlageobjekt auskennt und folglich noch nicht über eigene Anker verfügt, kann ein passend gesetzter Initialwert das Ergebnis der Schätzung des Anlegers in eine falsche (weil ökonomisch nicht fundierte) Richtung lenken. Das Gefährliche am Ankereffekt ist seine durchweg starke Wirkung, denn selbst wenn man ein Bewusstsein für den Ankereffekt hat (etwa weil darüber aufgeklärt wurde), wirkt der Effekt fort und nicht einmal Fachwissen schützt vor einer Beeinflussung.

⁴⁶⁸ Kahneman/Tversky, Science 1974, 1124 (1128); Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 2005, S. 77f.

⁴⁶⁹ Kahneman/Tversky, Science 1974, 1124 (1128).

⁴⁷⁰ Schweizer, 2005, S. 79.

⁴⁷¹ Schweizer, 2005, S. 78.

⁴⁷² Kahneman/Tversky, Science 1974, 1124 (1128).

⁴⁷³ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 67; Teigelack, 2009, S. 137.

⁴⁷⁴ Zumindest das weiß auch der Gesetzgeber, wenn er in § 4 Abs. 7 WpDVerOV vorschreibt, dass der Anlageberater genau drauf hinweisen muss.

⁴⁷⁵ Soweit dies im Rahmen der Vorgaben des § 4 Abs. 3-7 WpDVerOV möglich ist.

sung⁴⁷⁶. Allein durch die Art und Weise der Darstellung von Informationen kann also die Wahrnehmung von Risiken der Anlageinteressenten gesteuert werden⁴⁷⁷.

b) Repräsentativitätsheuristik

Bei der Einschätzung einer zukünftigen Wertentwicklung neigen Anleger dazu, die Wahrscheinlichkeit eines Kursanstieges danach zu beurteilen, wie sehr die Kapitalanlage anderen Kapitalanlagen ähnelt, deren Wert sich positiv entwickelt hat⁴⁷⁸. Verallgemeinernd kann man sagen, dass Menschen dazu neigen, die Wahrscheinlichkeit, dass Objekt A zur Objektgruppe No.1 gehört danach zu beurteilen, wie sehr Objekt A typischen oder einer Vielzahl von Vertretern der Objektgruppe No. 1 ähnelt⁴⁷⁹. Ein mögliches Ereignis ist also dann repräsentativ, wenn es „ins Schema passt“⁴⁸⁰. Die falsche Annahme lautet dabei „Was typisch ist, ist auch wahrscheinlich.“ bzw. „Was untypisch ist, wird wohl nicht eintreten.“

Bei dieser Heuristik werden jedoch wichtige Faktoren systematisch außer Acht gelassen. Dies trifft z.B. auf die Anfangswahrscheinlichkeit eines Ereignisses zu (sogenannter base rate neglect⁴⁸¹). Ein Beispiel⁴⁸²: Angenommen, einer von je 10.000 Optionsscheinen verzehnfacht seinen Wert binnen eines Jahres. Weiter angenommen, Anlageberater A hat ein System entwickelt, mit dem er bei einem beliebigen Optionsschein mit 99%-iger Wahrscheinlichkeit vorhersagen kann, ob er sich binnen eines Jahres verzehnfacht. Wenn nun der Anlageberater A dem Kunden K unter Zuhilfenahme des Systems einen Optionsschein empfiehlt, wie hoch ist dann die Chance, dass sich das investierte Geld des Kunden verzehnfacht? Wer jetzt intuitiv annimmt, dass der Kunde mit 99%-iger Wahrscheinlichkeit sein Geld verzehnfacht, hat die Anfangswahrscheinlichkeit außer Acht gelassen. Da sich nur einer von 10.000 Optionsscheinen verzehnfacht und das System nur mit 99%-iger Wahrscheinlichkeit vorhersagen kann, ob sich ein Optionsschein verzehnfacht, werden von 100 so ermittelten Empfehlungen trotzdem 99 „Nieten“ sein. Die Chance beträgt also nur 1%.

Ein weiteres Beispiel der Fehleinschätzung von Wahrscheinlichkeiten aufgrund ihrer Repräsentativität, ist die sogenannte gambler's fallacy⁴⁸³. Dabei wird im Prinzip das Gesetz der Großen Zahlen⁴⁸⁴ fälschlicherweise auf einige wenige Ereignisse angewandt⁴⁸⁵. Bekannt ist, dass sich beim Roulette die Anzahl von „Rot“ und „Schwarz“-Ergebnissen irgendwann annähert. Das heißt aber nicht, dass nicht nach zehnmal „Rot“ noch ein elftes Mal dasselbe Ergebnis kommen kann. Denn die Chance, dass nun beim elften Wurf wieder „Rot“ kommt, ist genauso hoch wie die für „Schwarz“. Sie liegt stets bei 50%. Die Anzahl der Wiederholungen ist hier zu gering, als dass sich die Ergebnisverteilung entsprechend des Geset

⁴⁷⁶ Schweizer, 2005, S. 78.

⁴⁷⁷ Koller in: Baumset. al., Festschrift für Ulrich Huber, 2006, Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht, S. 821 (830) mwN.

⁴⁷⁸ Blechschmidt, 2007, S. 26

⁴⁷⁹ Kahneman/Tversky, Science 1974, 1124 (1124); Teigelack, 2009, S. 100.

⁴⁸⁰ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 72.

⁴⁸¹ Klöhn, 2006, S. 103 mwN.

⁴⁸² Nachgebildet dem Beispiel bei Klöhn, 2006, S. 88.

⁴⁸³ Klöhn, 2006, S. 105 mwN; Teigelack, 2009, S. 101.

⁴⁸⁴ Danach wird sich die relative Häufigkeit eines Zufallsergebnisses irgendwann der Eintrittswahrscheinlichkeit annähern, wenn nur ausreichend viele Wiederholungen des Ereignisses geschehen. Mehr dazu bei: http://de.wikipedia.org/wiki/Gesetz_der_gro%C3%9Fen_Zahlen, zuletzt abgerufen am 05.01.2011.

⁴⁸⁵ Blechschmidt, 2007, S. 27.

zes der Großen Zahlen verhält. Wie auch der Spieler, der in der Spielbank annimmt, dass nach zehnmal „Rot“ nun „Schwarz“ „dran ist“, neigen Anleger dazu, davon auszugehen, dass eine Aktie die lange gestiegen ist, nunmehr fallen wird⁴⁸⁶. Umgekehrt gilt das gleiche, ist eine Aktie lange im Wert gesunken, neigt der Anleger eher dazu, von einem künftigen Anstieg auszugehen. Tatsächlich kann eine Aktie aber auch weiter steigen oder das ausgebende Unternehmen insolvent werden, sprich die Aktie ins Bodenlose fallen. Genau genommen hat allein der Umstand der vergangenen Wertentwicklung keinen Einfluss auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anleger neigen also dazu, einen kausalen Zusammenhang zwischen Ereignissen zu sehen, der tatsächlich nicht vorliegt. Psychologischer Hintergrund dafür ist unter anderem das oben erwähnte Kontrollbedürfnis. Um das Gefühl, die Dinge unter Kontrolle zu haben, zu bewahren, formen Anleger Kausalbeziehungen, die es so nicht gibt⁴⁸⁷.

Durch die Zunahme an Informationen besteht nicht nur die Gefahr, dass ein Anlageinteressent von der Masse an Fakten erschlagen wird⁴⁸⁸, sondern auch das Risiko, dass er sich von einer Vielzahl repräsentativer Daten täuschen lässt. Wo viele Informationen vorliegen, werden sich auch viele Argumente finden, die für die Annahme sprechen, dass ein Ereignis eintritt, weil es vergleichbaren Ereignissen ähnelt⁴⁸⁹.

Ein Beispiel für die Gefahren, welche sich aus der Repräsentativitätsheuristik ergeben, ist die Benutzung von Charts in der Anlageberatung. Wenn es um den Erwerb einer Anlageobjekte geht, wird der Anlageberater oftmals einen Chart für die vergangene Wertentwicklung heranziehen können. Durch die Eingrenzung des dargestellten Zeitraumes kann er so einen Trend suggerieren, der bei Betrachtung eines anderen Ausschnittes möglicherweise nicht besteht⁴⁹⁰. Der Anlageinteressent läuft dabei Gefahr, mittels unbewusster Anwendung der Repräsentativitätsheuristik eine Fehleinschätzung der wahrscheinlichen Wertentwicklung vorzunehmen, weil er entweder annimmt, dass es auch in Zukunft so weiter geht oder weil er eine Gegenbewegung für geradezu zwingend hält.

3. Praktische Konsequenzen

a) *Informationsfülle und Heuristiken: information overload*

Die dargestellten Heuristiken und Abweichungen vom homo oeconomicus bilden nur einen Ausschnitt aus der Vielzahl an untersuchten Phänomenen. Im Bezug auf die Frage, inwieweit das Informationsmodell und das diesem zugrunde liegende Anlegerleitbild der Realität der Anlageberatung gerecht wird, ist als Zwischenergebnis jedenfalls zu konstatieren, dass die Lösung nicht in immer mehr Informationen liegen dürfte. Wird der Anlageinteressent im Rahmen einer typischen Anlageberatung mit einer Vielzahl komplexer Information konfrontiert⁴⁹¹, kann er diese nicht mehr komplett und fehlerfrei verarbeiten⁴⁹². Statt wie ein homo oeconomicus sämtliche Daten in Echtzeit und unter korrekter Bewertung zu verarbei-

⁴⁸⁶ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 74 mwN.

⁴⁸⁷ Klöhn, 2006, S. 105 mwN.

⁴⁸⁸ Zu dem sogenannten *information overload* siehe sogleich unter Kapitel 5 B II. 3. a) S. 71f.

⁴⁸⁹ Teigelack, 2009, S. 101.

⁴⁹⁰ Ebenso Teigelack, 2009, S. 168.

⁴⁹¹ Zum Umfang dieser Informationen siehe oben in Kapitel 2. S. 4f.

⁴⁹² Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (27); Koller in: Baumset. al., 2006, Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht, S. 821 (824).

ten, nutzt er Heuristiken, um sie zu erfassen und auszuwerten. Wegen der im Vergleich zum homo oeconomicus geringeren Informationsverarbeitungskapazität des realen Anlegers kommt es zum information overload⁴⁹³.

Unter information overload wird der mentale Zustand eines Anlegers verstanden, in welchem ihm so viele Informationen zur Verfügung stehen, dass er Heuristiken verwendet und daraus schlechte Entscheidungen entstehen. Hintergrund ist die Tatsache, dass der Mensch nur wenige Daten gleichzeitig aufnehmen und verarbeiten kann⁴⁹⁴. Dafür nutzt er sein Arbeitsgedächtnis, welches ähnlich wie der Arbeitsspeicher eines Computers all die Daten enthält, die er gerade benutzt und benötigt⁴⁹⁵. Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass man nur etwa sieben Informationseinheiten (chunks⁴⁹⁶) gleichzeitig präsent haben kann. Neue Daten verdrängen dann präsente oder werden nicht aufgenommen⁴⁹⁷. In dieser Situation werden dann Heuristiken zur Bewältigung der Datenmenge eingesetzt⁴⁹⁸.

Es werden dann nicht mehr sämtliche Informationen verarbeitet, sondern nur noch repräsentative, leicht verfügbare oder solche, die eine bereits vorgefasste Meinung bestätigen. Dadurch kommt es bei der Anlageberatung fast zwangsläufig zu Fehlbewertungen von Eintrittswahrscheinlichkeiten.

Ein Beispiel für Informationsüberflutungen, aus denen ein nachteiliger information overload entstehen kann, sind die erwähnten Jahresfinanzberichte⁴⁹⁹. Diese werden angesichts ihres Umfangs und der Komplexität der enthaltenen Informationen vom durchschnittlichen Privatanleger nicht korrekt verarbeitet⁵⁰⁰. Obwohl sie eingeführt wurden, um eine fundierte Entscheidung zu ermöglichen, überfordern sie insbesondere die Privatanleger und führen so dazu, dass diesen die Aufnahme der für sie wichtigen Fakten sogar erschwert wird. D.h. also, obgleich zunächst jede neue Information einen Mehrwert für den Anleger bringt, weil sie seine Entscheidungsgrundlage verbessert, sorgen die begrenzten kognitiven Fähigkeiten dafür, dass zusätzliche Daten immer weniger Vorteile mit sich bringen. Ab einem bestimmten Zeitpunkt dreht der Grenznutzen⁵⁰¹ neuer Informationen sogar ins Negative – die Entscheidungsqualität verschlechtert sich durch neue Informationen⁵⁰². Die beispielhaft genannte Transparenzregelungen der §§ 37f WpHG haben damit quasi eine kontraintentionale Wirkung⁵⁰³. Sie wollten das Eine (fundierte Entscheidungsgrundlage schaffen) und erreichen das Gegenteil (Verwirrung und Ignoranz von Fakten auf Seiten der Kleinanleger).

⁴⁹³ Einführend: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (27); *Spindler*, WM 2003, 2073 (2077); Umfassend: *Paredes*, SSRN eLibrary 2003 (417f).

⁴⁹⁴ *Martinek* in: *Grundmann*, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, 2000, Unsystematische Überregulierung und kontraintentionale Effekte im europäischen Verbraucherschutz oder: Weniger wäre mehr, S. 511 (524); *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (32); *Kohlert*, 2009, S. 221.

⁴⁹⁵ *Schnabel*, DIE ZEIT vom 28.04.2011, S.39.

⁴⁹⁶ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (27 Fn. 100).

⁴⁹⁷ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1 (8) mwN.

⁴⁹⁸ Siehe dazu oben unter Kapitel 5 B II. 1. und 2. S. 66f.

⁴⁹⁹ Siehe oben unter Kapitel 4 D. III. S. 46f.

⁵⁰⁰ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1 (6) mwN.

⁵⁰¹ Der Grenznutzen einer Information gibt an, wie viel zusätzlicher Nutzen aus einer neuen Einheit an Information gewonnen werden kann. Ausführlich <http://de.wikipedia.org/wiki/Nutzenfunktion#Grenznutzen>, zuletzt abgerufen am 08.01.2011.

⁵⁰² *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (27); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 (218).

⁵⁰³ Zur Problematik kontraintentionaler Gesetzgebung: *Martinek* in: *Grundmann*, 2000, Unsystematische Überregulierung und kontraintentionale Effekte im europäischen Verbraucherschutz oder: Weniger wäre mehr, S. 511.

Ab welchem Zeitpunkt dieser Zustand bei jedem einzelnen Anlageinteressenten auftritt, hängt von seiner individuellen (Finanz-)Bildung ab⁵⁰⁴. Vereinfacht gesagt tritt der information overload umso später ein, je besser der Kunde die Funktion des Kapitalmarktes und seiner Produkte versteht und je mehr er bereits an Vorbildung mitbringt⁵⁰⁵.

Bedauerlicherweise kann trotz eines tatsächlich vorhandenen information overload beim Anlageinteressenten ein trügerisches Gefühl der Sicherheit angesichts der vielen zur Verfügung stehenden Informationen auftreten⁵⁰⁶. Der Anlageinteressent fühlt sich subjektiv immer besser informiert, je mehr Informationen ihm zur Verfügung stehen, obwohl sich die Qualität seiner Entscheidungen möglicherweise bereits verschlechtert⁵⁰⁷. Dieser Effekt lässt sich durch das bereits beschriebene Kontrollbedürfnis des Anlegers erklären⁵⁰⁸. Wie bereits aufgezeigt, stellt das Wissen über die (scheinbar) relevanten Umgebungsvariablen im Rahmen einer Entscheidungssituation eine Form von Kontrolle dar. Wer den Lauf der Dinge weder bestimmen noch vorhersagen kann, gibt sich zumindest bei der Kenntnis der bestimmenden Einflussfaktoren einem Gefühl der Kontrolle hin.

Der Anlageinteressent fühlt sich also sicher, wenn er sich vollständig informiert und kompetent glaubt und damit annimmt, dass er die Eintrittswahrscheinlichkeit einer bestimmten Entwicklung berechnen kann⁵⁰⁹. Eine daraus resultierende Gefahr für die Anlageinteressenten ist das bewusste Herbeiführen eines information overload durch einen Anlageberater. Indem man einem Kunden zu viele Informationen zur Verfügung stellt, ihn damit quasi zuschüttet, und dabei nur solche Daten betont, die im Sinne des Anlageberaters sind, kann man ihn bei seiner Anlageentscheidung beeinflussen⁵¹⁰. Denn Anlageinteressenten werden sich in einer solchen Situation, wegen der beschriebenen Repräsentativitäts- und der Verfügbarkeitsheuristiken, vor allem an dem orientieren, was im persönlichen Gespräch vom Anlageberater betont wird⁵¹¹.

Die konkret auftretenden Nachteile des information overload sind also unzutreffende Einschätzungen von Wahrscheinlichkeiten, darauf aufbauende Anlageentscheidungen und letztlich Vermögensinbußen durch Verluste am Kapitalmarkt.

b) *Kontrollbedürfnis und Streben nach Dissonanzfreiheit: „Als ob“-Verhalten*

Eine weitere Konsequenz aus den psychologischen Grundbedürfnissen der Anlageinteressenten, sowie einem möglichen information overload, ist das von Jungermann⁵¹² beschriebene „als ob“-Verhalten der Anlageinteressenten.

⁵⁰⁴ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (9) mwN; Agnew/Szykman, Journal of Behavioral Finance 2005, 57.

⁵⁰⁵ Agnew/Szykman, Journal of Behavioral Finance 2005, 57 (59).

⁵⁰⁶ Zu diesem Effekt siehe oben unter Kapitel 5 A. II 3. S. 62f.: das Gefühl, durch mehr Informationen Kontrolle über sein Leben zu gewinnen, bedingt dieses Phänomen des *information overload*; in diese Richtung auch Martinek in: Grundmann, 2000, Unsystematische Überregulierung und kontrainentionale Effekte im europäischen Verbraucherschutz oder: Weniger wäre mehr, S. 511 S. 526.

⁵⁰⁷ Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (28).

⁵⁰⁸ Siehe oben unter Kapitel 5 A. II 3. S. 62f.

⁵⁰⁹ Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 145.

⁵¹⁰ Rehberg, 2003, S. 59.

⁵¹¹ Rehberg, 2003, S. 59.

⁵¹² Jungermann/Belting, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239.

Nicht nur beim Auftreten eines information overload, sondern auch wenn überhaupt keine Informationen vermittelt werden, bestünde eine Informationsasymmetrie, auf dessen Grundlage eigentlich keine Entscheidung des Anlageinteressenten möglich sein dürfte⁵¹³. Gleichwohl kommt es nicht zum Scheitern der Anlageberatung, weil der Anlageinteressent sich so verhält, als ob er die Ausführungen des Anlageberaters verstanden hätte⁵¹⁴. Grund dafür ist, dass der Anlageinteressent an der Anlageberatung teilnimmt, weil er sein Geld investieren möchte. Eine Beendigung der Anlageberatung wegen einer unüberbrückbaren Informationsasymmetrie müsste er als Scheitern seines Vorhabens betrachten. Er hätte sich dann einzugestehen, dass er intellektuell nicht in der Lage ist, die Komplexität der Materie zu durchdringen⁵¹⁵. Dies würde seinem Bedürfnis nach Kontrolle zuwider laufen, weil er damit auch zugeben müsste, dass er in nicht der Lage ist, sein Geld in einer von ihm kontrollierten Art und Weise anzulegen. Also tut er so, als ob er verstanden hat und zwar nicht nur nach außen, sondern auch sich selbst gegenüber. Er bildet sich ein, Herr der Lage zu sein und unterliegt damit einer Kontrollillusion, um so sein Kontrollbedürfnis zu befriedigen. Angesichts der Masse von Pflichtinformationen besteht auch nach Einführung der Informationsblätter nach § 31 Abs. 3a WpHG, § 42 InvG und § 13 VermAnlG die Gefahr, dass es regelmäßig zu diesem Verhalten kommt.

c) *Priming, anchoring und Co.: Beeinflussung durch die Art und Weise der Darstellung*

Geschulte⁵¹⁶ und in Vertriebsstechniken erfahrene Anlageberater sind in der Lage, die Informationspflichten so zu erfüllen, dass die Art und Weise der Darstellung die Entscheidungsfindung des Anlageinteressenten beeinflusst⁵¹⁷. Sie setzen frühzeitig einen für ihre Zwecke günstigen Anker, betonen positive Fakten im persönlichen Gespräch, während Risiken zwar ausführlich, aber nur in umfangreichen Schriften präsentiert werden. Sie fangen mit den Chancen an und verschieben die Risiken ans Ende des Gespräches, wenn die Aufmerksamkeit des Anlageinteressenten nachlässt.

Durch Reihenfolge, Medium und unterschiedliche Betonung von Informationen werden Anlageinteressenten in ihrer Entscheidung beeinflusst, ohne dass es zu einem Verstoß gegen aufsichtsrechtliche oder vertragliche Pflichten kommen muss.

III. Entscheidungsphase

1. Einführung

Für den homo oeconomicus ist die Entscheidungsphase quasi nicht vorhanden. Denn bereits in der Informationsphase hat er für sämtliche Entscheidungsvarianten deren individuellen Nutzen, sowie die je

⁵¹³ *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (252).

⁵¹⁴ *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (252); ähnlich – wenn auch auf nichtprofessionelle Anleger einschränkend: *Köndgen*, BKR 2011, 283 (284).

⁵¹⁵ *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (252).

⁵¹⁶ Zur entsprechenden Ausbildung der Anlageberater: *Jungermann/Belting*, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239 (250).

⁵¹⁷ In diese Richtung auch *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (67).

weilige Eintrittswahrscheinlichkeit berechnet. Nach der subjective expected utility theory⁵¹⁸ fällt seine Wahl dann zwingend auf die Option mit dem höchsten Erwartungsnutzen.

In der Wirklichkeit kommt es aber auch hier zu Verhaltensweisen die sich mit dem homo oeconomicus-Modell nicht in Übereinstimmung bringen lassen. Im Folgenden wird vor allem auf die Abweichungen der Anlageinteressenten vom Rationalmodell eingegangen, die sich durch die zuvor erfolgte Anlageberatung begründen lassen.

2. Selektives Entscheiden

Das Phänomen des selektiven Entscheidens ist eng verbunden mit dem bereits beschriebenen Effekt der selektiven Wahrnehmung und beruht ebenso auf dem Streben des Anlegers nach Dissonanzfreiheit⁵¹⁹. Hier kommt es nun dazu, dass nicht versucht wird, eine Überzeugung durch Ignorieren oder Hervorheben ausgewählter Informationen zu stützen, sondern eine getroffene Entscheidung durch konsistente nachfolgende Entscheidungen zu bestätigen.

Am Kapitalmarkt tritt dieses Phänomen typischerweise dann auf, wenn ein bereits investierter Anleger beim Sinken der Kurse in der Hoffnung nachkauft, sein Einstiegskurs werde sich verbessern und die Kurse irgendwann wieder steigen. Wenn derselbe Anleger im gleichen Moment nicht bereits investiert wäre und die Aktie in diesem Fall auch nicht kaufen würde, spricht man bei diesen Fällen davon, dass „gutes Geld, schlechtem hinter geworfen wird“. Begründen lässt sich dies mit der sunk cost fallacy⁵²⁰, wo nach Menschen dazu neigen, sich von irreversiblen Kosten bei der Entscheidungsfindung beeinflussen zu lassen. Der homo oeconomicus würde sich stattdessen – ungeachtet eventuell vorhandener sunk costs – lediglich fragen, ob er jetzt investieren würde oder nicht. Beim realen Anleger findet man solches Verhalten aber nicht. Denn würde der Anleger sich mit seiner früheren schlechten Entscheidung abfinden, müsste er die Verluste realisieren, was zu kognitiver Dissonanz führen kann⁵²¹. Statt also die Konsequenzen aus einer falschen Entscheidung zu ziehen, wird die anstehende Entscheidung so getroffen, dass sie im Einklang mit der früheren steht. Es handelt sich also um eine Dissonanzantizipation⁵²² des Anlegers, bei der er sein Verhalten so gestaltet, dass durch eine vorweggenommene Selektion der Entscheidungsmöglichkeiten keine Dissonanz auftritt.

3. Dispositionseffekt

Der Dispositionseffekt lässt sich durch die bereits in der prospect theory beschriebene grundsätzliche Risikoaversion der Anleger erklären. Auf seinen wesentlichen Kern reduziert, beschreibt der Dispositionseffekt das Phänomen, dass Anleger dazu neigen, Gewinne zu schnell und Verluste zu spät zu realisieren⁵²³. Auch wenn dieser Effekt damit typischerweise erst nach einer Anlageentscheidung auftritt, kann er im Rahmen einer Anlageberatung von Bedeutung sein. Wenn nämlich der Anlageinteressent bereits in ein bestimmtes Finanzinstrument investiert ist, kann sich der Umstand, ob der Anlageinteressent mit dieser

⁵¹⁸ Siehe oben in Kapitel 4 B II. S. 27f.

⁵¹⁹ *Blechsmidt*, 2007, S. 47.

⁵²⁰ *Arkes/Blumer*, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1985, 124; *Smith/Tindale/Steiner*, *Group Processes & Intergroup Relations* 1998, 175.

⁵²¹ *Smith/Tindale/Steiner*, *Group Processes & Intergroup Relations* 1998, 175 (186) aE.

⁵²² *Blechsmidt*, 2007, S. 48; *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 129.

⁵²³ *Blechsmidt*, 2007, S. 39; *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 92.

Investition im Moment der Anlageberatung einen Gewinn oder Verlust verbucht, einen Einfluss auf das Risikoverhalten haben. Muss er z.B. einen Verlust verbuchen, besteht die Gefahr, dass er versucht, diesen „auszusitzen“, anstatt ihn zu realisieren und in andere Finanzinstrumente zu investieren⁵²⁴. Gleiches gilt für den Fall eines (Buch-)Gewinns. Auch hier kann die derzeitige Position dazu führen, dass vorschnell realisiert und neu investiert wird, obgleich ein Festhalten die bessere Entscheidung wäre.

IV. Exkurs: Abweichung des Gesetzgebers vom homo oeconomicus

Ergänzend zu den dargestellten Abweichungen des Anlegers vom homo oeconomicus soll an dieser Stelle noch ein Blick auf die Konstellation „Gesetzgeber und behavioral finance“ geworfen werden⁵²⁵. Der Gesetzgeber als Institution scheint auf den ersten Blick nicht der typische Ansatzpunkt für eine Auseinandersetzung mit kognitionspsychologischen Einflüssen zu sein. Da es sich beim „Gesetzgeber“ aber letztlich um eine Versammlung natürlicher Personen handelt, liegt es nicht fern, auch sein „Verhalten“ mit Blick auf die behavioral finance zu untersuchen.

Als Beispiel für irrationales Verhalten des Gesetzgebers bietet sich die Deregulierung des Kapitalmarktes der Jahre vor 2008 an. Diese dürfte auf einem irrationalen Glauben an die Selbstdisziplin und -regulationsfähigkeit des Marktes beruhen⁵²⁶. Im Angesicht steigender Kurse seit Ende der 90-er Jahre und in der Angst, dass Deutschland den Anschluss an die Finanzzentren der Welt verliert, hat der Gesetzgeber den Kapitalmarkt nach angloamerikanischem Vorbild dereguliert. Um den Preis der Systemstabilität wurden Maßnahmen getroffen, die auch in Deutschland den freien Kapitalfluss verbesserten⁵²⁷. Damit einher ging auch, dass keine effektive Kontrollinstanz geschaffen wurde, die in der Lage war, die Risiken der immer komplexeren Finanzinstrumente zu bewerten⁵²⁸. Somit dürfte auch der Gesetzgeber dem Phänomen overconfidence⁵²⁹, d.h. einer systematischen Selbstüberschätzung, erlegen sein, als er unter dem Vorbild anderer nationaler Gesetzgeber dem allgemeinen Trend der Deregulierung folgte⁵³⁰.

Ein Bewusstsein für die Erkenntnisse der behavioral finance wächst allenfalls langsam. Bisher lassen sich explizite Forderungen nach einer Einbeziehung der Erkenntnisse der behavioral finance, zumindest aber einer kritischen Prüfung des homo oeconomicus-Modells, nur vereinzelt in der Literatur finden⁵³¹. Ob und in welcher Form sich eine Einsicht für die Kritik der behavioral finance am homo oeconomicus-Modell beim Gesetzgeber entwickelt, wird sich zeigen. Schwierigkeiten dürften sich vor allem daraus ergeben, dass der Gesetzgeber einerseits Kenntnisse über die Abweichungen des Anlegers vom homo oeconomicus erlangen muss und sich andererseits auch über seine eigene begrenzte Rationalität bei der korrekten Bewertung der notwendigen Maßnahmen im Klaren sein sollte.

⁵²⁴ Es handelt sich also um eine spezielle Ausprägung der *sunk cost fallacy*. Blechschmidt, 2007, S. 43; Umfassend: Arkes/Blumer, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1985, 124

⁵²⁵ Teigelack, 2009, S. 231; Klöhn, 2006, S. 144.

⁵²⁶ Avgouleas, *Journal of Corporate Law Studies* 2009, 23 (41, 44aE); Instruktiv dazu auch: Luttermann, *ZRP* 2010, 1

⁵²⁷ In dieser Richtung auch Luttermann, *ZRP* 2010, 1

⁵²⁸ Avgouleas, *Journal of Corporate Law Studies* 2009, 23 (41, 44 aE).

⁵²⁹ Einführend zum Phänomen der Selbstüberschätzung: Russo/Schoemaker, *Sloan Management Review* 1992, 7

⁵³⁰ Avgouleas, *Journal of Corporate Law Studies* 9 (2009), 23 (41, 44 aE).

⁵³¹ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 1; Teigelack, 2009, S. 303f.; Klöhn, 2006, S.147f.; Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 jeweils mit weiteren Nachweisen.

„Informationen erhöhen das Gefühl, die Zukunft unter Kontrolle bekommen zu können.“⁵³² Wenn also ein grundlegendes Bedürfnis des Menschen, das nach Kontrolle ist, dann scheinen Informationen per se als Mittel der Wahl, um die Kontrolle über sein Leben zu erhalten oder zu erlangen. Die Kombination aus dem menschlichen Bedürfnis, Herr seines eigenen Lebens zu sein einerseits, und der gleichzeitigen Grundannahme, dass Kontrolle durch Informationen erreicht werden kann andererseits, dürfte der Grund sein, warum der Gesetzgeber grundsätzlich dem Informationsmodell folgt.

Der Exkurs zu den Einflüssen der behavioral finance auf den Gesetzgeber soll an dieser Stelle nicht weiter ausgebaut werden, sondern das Bewusstsein für die Komplexität des Problems schärfen⁵³³. Im Übrigen kann die Tatsache, dass auch der Gesetzgeber Denkfehlern unterliegt, kein Argument gegen den Versuch sein, bestmöglichen Anlegerschutz zu schaffen⁵³⁴.

C. Ausgleich oder Abschwächung der beobachteten Effekte beim Anleger

I. Einführung

Wenn Anleger einmal Verluste erlitten haben, werden sie umso mehr versuchen, diese in Zukunft zu vermeiden. Sie werden sich fragen, was falsch gelaufen ist und wie sie in Zukunft besser handeln können. Es stellt sich daher die Frage, ob Anleger lernen und sich so ihre Verhaltensweisen dem annähern, was das homo oeconomicus-Modell vorhersagt⁵³⁵. Die erlittenen Verluste wären dann das sprichwörtliche „Lehr geld“, welches den Anleger zu einer Verhaltensänderung motiviert. Die beschriebenen Abweichungen könnten so möglicherweise nach und nach nivelliert werden.

Außerdem sind Anleger von vornherein nicht gleich stark von den beobachtenden Effekten betroffen. Insbesondere professionelle Anleger befassen sich berufsmäßig mit dem Kapitalmarkt und sind z.B. deutlich weniger anfällig für einen information overload, da sie bei neuen Anlageentscheidungen von vornherein mehr relevantes Wissen haben und es auch gewohnt sind, neue kapitalmarktrechtliche Informationen zu verarbeiten. Sofern sich ein solcher Anleger daneben auch noch der Erkenntnisse der behavioral finance bewusst ist, könnte er versuchen, die durch die Abweichungen verursachten irrationalen Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten auszunutzen. Sofern die besser informierten Anleger in der Lage wären, sämtliche Fehlbewertungen auszugleichen, würden sie damit quasi auch die Abweichungen der anderen Marktteilnehmer vom homo oeconomicus-Modell selbst ausgleichen. Dies hätte auch für die Anleger, welche besonders stark vom homo oeconomicus-Modell abweichen den Effekt, dass sie zumindest weniger Verluste erleiden würden. Denn ihre Einschätzung der zukünftigen Entwicklung wären zwar nach wie vor falsch, sie würden aber dennoch zum wahren Wert des jeweiligen Finanzinstruments kaufen und verkaufen, da der Kurs vom Markt bestimmt wird.

⁵³² Goldberg/Nitzsch, 2004, S. 221.

⁵³³ Mehr zu den möglichen Maßnahmen des Gesetzgebers unten in Kapitel 8. S. 111f.

⁵³⁴ Ebenso Klöhn, 2006, S. 146 aE.

⁵³⁵ Klöhn, 2006, S. 116f.

Vor diesem Hintergrund stellt sich also die Frage, ob man die Erkenntnisse der behavioral finance überhaupt oder nur eingeschränkt berücksichtigen muss, oder ob der Markt die beschriebenen Effekte selbst ausgleicht⁵³⁶.

II. Arbitrage

Einen Informationsvorsprung durch die Vornahme geeigneter Investitionen in eine höhere Rendite umzusetzen, nennt man Arbitrage⁵³⁷. Dabei werden z.B. unterbewertete Finanzinstrumente solange gekauft, bis ihr Kurs dem ökonomisch wahren Wert entspricht. Überbewertete Finanzinstrumente werden entsprechend verkauft⁵³⁸. Die Möglichkeiten besser informierter Anleger, Fehlbewertungen durch Arbitrage auszugleichen, sind jedoch begrenzt. Dies beruht im Wesentlichen auf zwei Gründen: erstens ist Arbitrage risikoreich und zweitens sorgen Kosten oder gesetzliche Restriktionen für deren Beschränkung⁵³⁹.

Das Risiko liegt zunächst darin, die Möglichkeit zur Arbitrage rechtzeitig zu erkennen. Ist die Gelegenheit erkannt, kann der Arbitrageur zwar versuchen, z.B. zu niedrig bewertete Kapitalanlagen zu kaufen, jedoch kann es sein, dass das „Schnäppchen ein Schnäppchen bleibt“⁵⁴⁰. Dies wird immer dann passieren, wenn einfach zu viele schlecht informierte Anleger (sog. noise trader⁵⁴¹) am Markt sind. Dieses Risiko besteht vor allem deshalb, weil der Arbitrageur oft zeitlichen Beschränkungen unterliegt. Meist wird er nämlich nicht die Kapitalanlage selbst kaufen, sondern auf den Ausgleich der Fehlbewertung unter Zuhilfenahme von Optionsscheinen wetten. Wenn zum Ablauf der Wette immer noch zu viele noise trader engagiert sind, besteht das Risiko, dass der Arbitrageur die Fehlbewertung nicht ausgleichen kann. In diesem Fall bewegt sich der Kurs nicht in die ökonomisch richtige Richtung und der Arbitrageur verliert Geld.

Wenn der Arbitrageur beispielsweise eine aus seiner Sicht zu hoch bewertete Aktie leer verkauft⁵⁴², und der Preis sich wegen der Übermacht der noise trader trotzdem nicht anpasst, kann die Fehlbewertung dadurch sogar verstärkt werden. Der Arbitrageur ist nämlich irgendwann gezwungen, die Aktie am Markt zu kaufen (Deckungsgeschäft) und wird so den Preis noch erhöhen. Auch weil Leerverkäufe meist mit Leihgebühren verbunden sind, und sich unter Umständen bereits von vornherein nicht genug Aktien leihen lassen, werden besser informierte Anleger nicht immer gegen Fehlbewertungen vorgehen können. Dies wird vor allem dann der Fall sein, wenn es sich bei den besser informierten Anlegern um Fondsmanager handelt. Diese sind, um handeln zu können, auf das Geld ihrer Kunden angewiesen⁵⁴³ und müssen so agieren, dass ihnen diese das Fondskapital nicht im entscheidenden Moment durch ihre Kunden wieder entzogen wird (sog. agency-Problem⁵⁴⁴). Bei den Kunden handelt es sich meist um unin

⁵³⁶ So im Ergebnis die Kritiker der *behavioral finance*. Dazu: *Teigelack*, 2009, S. 102 mwN.

⁵³⁷ *Teigelack*, 2009, S. 104.

⁵³⁸ *Teigelack*, 2009, S. 104.

⁵³⁹ *Teigelack*, 2009, S. 102f.; *Klöhn*, 2006, S. 126f.

⁵⁴⁰ *Klöhn*, 2006, S. 127 nach *Stout*, *Journal of Corporation Law* 2003, 635 (655). Dieser stellt fest: „a bargain that stays a bargain is no bargain“.

⁵⁴¹ Als *noise trader* werden Anleger bezeichnet, deren Anlageverhalten nicht fundamental begründet ist, weil es nicht allein auf Informationen beruht: *Black*, *Journal of Finance* 1986, 529 (530); *Shleifer*, *Inefficient markets*, 2003, S. 33; *Klöhn*, 2006, S. 127.

⁵⁴² Instruktiv zum Begriff des Leerverkaufs bzw. *short sales*: *Trüg*, *NJW* 2009, 3202.

⁵⁴³ Dabei wird von *separation of brains and money* gesprochen. *Shleifer*, 2003, S. 89.

⁵⁴⁴ *Klöhn*, 2006, S. 129.

formierte Anleger. Denn wären sie besser informiert, würden sie keine Fonds kaufen, sondern selbst aktiv handeln. Wenn die Fondsmanager also Fehlbewertungen erkennen und entsprechend investieren, dann kann sich der Wert der Fondsanteile bis zum erwarteten Ausgleich der Fehlbewertungen erst einmal negativ entwickeln. Dies kann dazu führen, dass die Kunden der Fondsmanager dem Fonds das Geld genau dann entziehen, wenn es am dringendsten benötigt wird⁵⁴⁵.

Schließlich können sich besser informierte Anleger auch einfach entschließen, „auf den fahrenden Zug“ aufzuspringen. Statt gegen die Fehlbewertung zu wetten, könnten sie versucht sein, sich diese zunutze zu machen und mit den noise tradern zu investieren.

Die Arbitrage sieht sich daneben auch erheblichen rechtlichen Restriktionen ausgesetzt, weil eines ihrer wichtigsten⁵⁴⁶ Arbeitsmittel, der Leerverkauf, jederzeit beschränkt werden kann. In Deutschland bedarf es dazu nicht einmal eines Gesetzes, sondern lediglich einer Allgemeinverfügung der BaFin. Die Ermächtigung dazu ergeben sich aus den §§ 4 Abs. 1, 4a WpHG. So wurden im Zuge der jüngsten Finanzmarktkrise ungedeckte Leerverkäufe in bestimmten Finanzinstrumenten von der BaFin erst verboten⁵⁴⁷ und dann wieder zugelassen. Mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte⁵⁴⁸ wurden ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Staatsanleihen in Deutschland gesetzlich verboten. Damit nahm der deutsche Gesetzgeber die dann am 1. November 2012 in Kraft getretene EU-Leerverkaufsverordnung diesbezüglich vorweg⁵⁴⁹.

Aus den dargestellten Gründen kann es Arbitrageuren also nicht gelingen, die Abweichungen von Anlegern vom homo oeconomicus-Modell und die daraus resultierenden Fehlbewertungen (vollständig) auszugleichen.

Im Übrigen: Selbst wenn besser informierte Anleger in der Lage wären, die Fehlbewertungen auszugleichen und so auf den ersten Blick Markteffizienz zu bewahren, würden dies nichts an der Existenz der Abweichungen ändern. Die Mehrheit der Kleinanleger würde sich nach wie vor nicht entsprechend des homo oeconomicus-Modells verhalten. Sie würden weiterhin Fehlbewertungen und Fehlentscheidungen vornehmen und im Ergebnis Verluste erleiden. Dies würde kontinuierlich dazu führen, dass bezüglich dieser Anleger das gesetzgeberische Ziel von individuellem effektivem Anlegerschutz nicht erreicht würde⁵⁵⁰.

III. Lernende Anleger

Anleger könnten zwar theoretisch aus ihren Fehlern lernen bzw. (richtigerweise) ihre kognitiven Schwächen beim Entscheiden erkennen, jedoch gibt es auch im Nachentscheidungsverhalten psychologische Phänomene, die dies erheblich erschweren.

⁵⁴⁵ Klöhn, 2006, S. 130.

⁵⁴⁶ Teigelack, 2009, S. 106.

⁵⁴⁷ Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18. Mai 2010, abrufbar unter: http://www.bafin.de/cln_171/nn_721188/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf__100518__leerverkauf__aktien.html?__nnn=true, abgerufen am 15.02.2011.

⁵⁴⁸ BGBl. I, 2010, S. 945.

⁵⁴⁹ Instrukтив zum deutschen Alleingang in der Regulierung und dem europäischen Ansatz: Möllers/Christ/Harrer, NZG 2010, 1167.

⁵⁵⁰ Siehe dazu oben die Einführung S. 1f.

Denn wie alle Menschen neigen auch Anleger dazu, ihre eigenen Fähigkeiten zu überschätzen⁵⁵¹. Niemand würde schließlich eine Entscheidung treffen, von der er negative Folgen für sich selbst erwartet⁵⁵². Schließlich ist der Glaube an sich selbst auch eine Grundvoraussetzung für Erfolg. Gleichwohl kann genau dies dazu führen, dass Anleger die einen Verlust erlitten haben, die Ursache nicht bei sich selbst suchen. Menschen neigen erfahrungsgemäß dazu, Erfolge sich selbst, Misserfolge jedoch Pech oder Zufall zuzuschreiben⁵⁵³. Man spricht insoweit vom self-attribution bias⁵⁵⁴. Daher gehen Anleger bei Erfolgen davon aus, dass diese auf ihren eigenen Fähigkeiten beruhen. Bei Misserfolgen kommen sie dem gegenüber oft nicht einmal auf die Idee, die Ursachen zu analysieren, da diese ja nicht bei ihnen liegen können. Sie übernehmen keine Verantwortung für ihr Tun und die Konsequenzen.

Die Einsicht, dass man einen Fehler gemacht hat, wird weiterhin durch das Phänomen des hindsight bias⁵⁵⁵ behindert. Kennzeichnend für den hindsight bias sind die Aussagen „Das war ja von vorn herein klar.“ und „Das musste ja so kommen.“⁵⁵⁶ Der Anleger bildet sich also im Nachhinein ein, im Prinzip schon vorher gewusst zu haben, was passiert.

Die Gründe für dieses Phänomen lassen sich bei den bereits beschriebenen psychologischen Grundbedürfnissen des Menschen finden. Wenn negative Entscheidungsfolgen offenbar werden und sich nicht auf andere schieben lassen, dann bedingt das Kontrollbedürfnis, dass der Anleger versucht, die Ereignisse wenigstens im Nachhinein zu erklären. Wie bereits oben dargestellt, befriedigen die meisten Anleger ihr Kontrollbedürfnis, indem sie versuchen die Determinanten der Marktentwicklung vollständig zu erfassen⁵⁵⁷. Sie wollen also so viele Informationen zusammentragen, dass sie die für sie relevanten Wahrscheinlichkeiten zuverlässig berechnen können. Auf dieser Datengrundlage bilden sie ihr eigenes Modell der Wirklichkeit und passen dies an neue Ereignisse ständig an⁵⁵⁸.

Da der Anleger neben seinem Kontrollbedürfnis stets auch von seinem Streben nach Dissonanzfreiheit bestimmt wird, wird er dabei eher solche Informationen aufnehmen bzw. überbewerten, die seine ursprüngliche Entscheidung in einem nicht ganz so negativen Licht erscheinen lassen. Durch diese selektive Wahrnehmung und das selektive Abrufen von Erinnerungen⁵⁵⁹ kann er sich ein Gefühl der Kontrolle bewahren⁵⁶⁰. Die so geschaffene nachträgliche Kontrollillusion führt aber dazu, dass sich die Anleger nicht fragen, warum sie denn ihre Entscheidung so und nicht anders getroffen haben, wenn doch die Entwicklung angeblich vorhersehbar war⁵⁶¹. So bilden sich nach einem Crash viele Anleger ein, doch eigentlich das richtige Bauchgefühl gehabt zu haben, bleiben aber bei der Frage „Warum hab ich nicht (dies oder jenes) getan?“ stehen.

⁵⁵¹ Zur Selbstüberschätzung siehe bereits oben unter Kapitel 5 A II. 5. S. 65; *Russo/Schoemaker*, Sloan Management Review 1992, 7

⁵⁵² In diese Richtung auch *Rettig/Borghardt*, WiWo.de vom 27.08.2010.

⁵⁵³ *Kohlert*, 2009, S. 37; *Teigelack*, 2009, S. 96; *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 122, 81.

⁵⁵⁴ *Teigelack*, 2009, S. 96; *Klöhn*, 2006, S. 119 jeweils mit weiteren Nachweisen.

⁵⁵⁵ Instrukтив dazu *Fischhoff*, Quality and Safety in Health Care 2003, 304

⁵⁵⁶ So auch *Schweizer*, 2005, S. 209 und *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 155.

⁵⁵⁷ Siehe oben unter Kapitel 5 A. II. 3. S. 62f.

⁵⁵⁸ In der Lernpsychologie spricht man von adaptivem Lernen. Dazu: *Schweizer*, 2005, S. 211.

⁵⁵⁹ *Schweizer*, 2005, S. 211.

⁵⁶⁰ *Teigelack*, 2009, S. 145.

⁵⁶¹ So auch *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 156.

Erklären lässt sich dies möglicherweise auch dadurch, dass sich der hindsight bias bei sehr über raschenden Ereignissen sogar umkehren kann. An die Stelle des „Das war ja klar“ tritt dann ein „Das hat niemand voraussehen können.“ Dieser Effekt tritt vor allem dann auf, wenn sich die Ereignisse ändern falls dazu führen würden, dass sich auch beim Auftreten des hindsight bias eine negative Selbstwahrnehmung einstellen würde, sprich wenn man sich sonst im Nachhinein sagen müsste „Das musste ich kommen sehen“⁵⁶².

Die Gefahr, die sich im Übrigen aus dem hindsight bias für die Anlageberater ergibt, ist, dass auch Gerichte diesem Phänomen unterliegen⁵⁶³. Denn Gerichte neigen, ebenso wie die klagenden Anleger, dazu, aus einem eingetretenen Verlust auf einen Aufklärungs- oder Beratungsfehler zu schließen⁵⁶⁴.

Die eingangs aufgeworfene Frage, ob sich denn die Anleger lernend dem homo oeconomicus-Modell anpassen, lässt sich also nicht grundsätzlich bejahen. Auch wenn sich die beschriebenen Phänomene beim Lernverhalten bei den einzelnen Anlegern unterschiedlich stark auswirken, kann von einem wirklichen Lerneffekt höchstens auf lange Sicht ausgegangen werden. Grund dafür ist, dass Kontrollillusionen und Streben nach Dissonanzfreiheit einem schmerzhaften Erkenntnisprozess erfolgreich zuwider laufen. Außerdem kann Erfahrung nicht an nachfolgende Generationen weitergegeben werden. Schon Kurt Tucholsky wusste: „Erfahrungen vererben sich nicht – jeder muss sie allein machen.“ Es treten also immer wieder neue Anleger auf den Markt, die erst ihre eigenen Erkenntnisse sammeln müssen, um so eventuell aus diesen zu lernen.

D. Zwischenergebnis: der Schwachpunkt des vorherrschenden Informationsmodells

I. Nichtbeachtung des Verhaltensrisikos

Die dargestellten Phänomene im Anlegerverhalten ziehen verschiedene Konsequenzen nach sich. Erstens: im Rahmen der Anlageberatung ist nicht nur die als Informationsrisiko bezeichnete Gefahr einer Informationsassymetrie das maßgebliche Kapitalmarktrisiko. Daneben bestehen auch Gefahren, die sich aus der unzureichenden und vom homo oeconomicus-Modell abweichenden Informationsverarbeitungskapazität der Anlageinteressenten ergeben. Weil es also nicht allein mit dem Ausgleich einer Informationsassymetrie getan ist, muss der Gesetzgeber auch das Verhaltensrisiko⁵⁶⁵ als relevantes Kapitalmarktrisiko betrachten, wenn er wirklich Anlegerschutz gewähren will.

Zweitens: das Informationsmodell, welches weitestgehend auf der Annahme rationalen Anlegerverhaltens beruht, sieht die Offenlegung aller und immer mehr Informationen als ausreichend an, um Anlegerschutz zu schaffen. Das Informationsmodell geht damit von einem Anleger aus, der dem homo oeconomicus-Modell unter der Einschränkung, dass ihm (noch) nicht alle Informationen vorliegen, entspricht. Es geht damit aber von einer falschen Prämisse aus, da das Verhalten der Anlageinteressenten von beschränkt rationalem oder auch (scheinbar) irrationalem Handeln bestimmt wird. Es gibt weder

⁵⁶² Schweizer, 2005, S. 213.

⁵⁶³ Umfassend dazu Schweizer, 2005, S. 219f.

⁵⁶⁴ Schweizer, 2005, S. 211.

⁵⁶⁵ Law, HKLJ 2010, 14.

eine Nutzenmaximierung im Sinne der expected utility theory⁵⁶⁶ noch eine unlimitierte Informationsverarbeitung im Sinne der Theorie der rationalen Erwartungen⁵⁶⁷. Anlageinteressenten versuchen zwar, die komplexen Strukturen der verschiedenen Finanzprodukte zu durchdringen (Stichwort: Kontrollbedürfnis), scheitern aber de facto am Informationsmodell (Stichwort: information overload)⁵⁶⁸.

Grund dafür dürfte nicht nur das fehlende Finanzwissen sein, sondern auch der Umstand, dass die Politik der umfassenden Aufklärung im Widerspruch zu den grundsätzlich begrenzten Informationsverarbeitungs- und Entscheidungskapazitäten der Anlageinteressenten steht. Ausgangspunkt des Informationsmodells im Bereich der Anlageberatung ist der verfassungsrechtlich gebotene⁵⁶⁹ Ausgleich der strukturellen Unterlegenheit des Anlageinteressenten⁵⁷⁰. Anleger sind aber nicht in der Lage, allein auf Grundlage des Informationsmodells eine sachgerechte Auswahlentscheidung vorzubereiten und zu treffen⁵⁷¹. Der Schwachpunkt des Informationsmodells ist daher die Ignoranz des Verhaltensrisikos⁵⁷². Das Problem des Anlegers ist nicht ein Zuwenig an Information, sondern ein Zuviel⁵⁷³.

II. Festhalten am und Ausweiten des Informationsmodell verschlechtert den Anlegerschutz

Deswegen ist es mit weiteren Informationspflichten nicht getan⁵⁷⁴. Nicht nur bei der Anlageberatung besteht die Grundidee des Informationsmodells nach wie vor darin, dass man alle auftretenden Schwierigkeiten durch noch mehr Informationspflichten beseitigen kann. Angesichts der umfassenden Aufklärungs- und Informationspflichten, besteht so die Gefahr, dass gerade bei idealtypischer objekt- und anlegergerechter Anlageberatung zu viele Informationen über dem Anleger ausgeschüttet werden (müssen).

Ein Übermaß an Informationen ist zwar genau genommen nicht anlegergerecht, da es die individuellen kognitiven Fähigkeiten des Anlageinteressenten außer Acht lässt. Das Problem ist jedoch, dass der information overload wegen des Umfangs der zwingend vorgeschriebenen Pflichtinformationen in der Mehrzahl der Fälle quasi gesetzlich vorgeschrieben ist. Die immer wieder repetierte Vorgabe von der anleger- und objektgerechten Beratung lässt sich also nicht mit den Informationspflichten des WpHG in Übereinstimmung bringen. Die nicht abdingbaren Wohlverhaltenspflichten haben deswegen den kontraintentionalen Effekt einer schlechteren Anlageberatungsqualität⁵⁷⁵.

⁵⁶⁶ Siehe oben unter Kapitel 4 B. II. S. 27f.

⁵⁶⁷ Siehe oben unter Kapitel 4 B. II. S. 27f.

⁵⁶⁸ So empfanden 2/3 der Teilnehmer einer Umfrage zur persönlichen Finanzsituation durch die Bertelsmann Stiftung die Befassung mit der Materie als schwierig, knapp die Hälfte setzt sich ungern mit Finanzfragen auseinander. *Leinert*, Finanzieller Analphabetismus in Deutschland: Schlechte Voraussetzungen für eigenverantwortliche Vorsorge, http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-80110335-FFAB4F02/bst/xcms_bst_dms_15791__2.pdf.

⁵⁶⁹ *Märker*, NJOZ 2010, 524 (526).

⁵⁷⁰ *Märker*, NJOZ 2010, 524 (526).

⁵⁷¹ Ebenso für Versicherungsnehmer beim Versicherungsabschluss: *Rehberg*, 2003, S. 68 mwN.

⁵⁷² In diese Richtung auch: *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 1 (S. 1265 Abs. 1 aE); *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (36f); *Habersack*, Grundsatz und Praxisfragen, 2010, zitiert nach *Anders/Rothenhöfer*, WM 2010, 1429 (1429).

⁵⁷³ Ebenso *Rehberg*, 2003, S. 59 der sich mit dieser Problematik beim Versicherungsabschluss befasst.

⁵⁷⁴ So auch *Brandt*, 2002, S. 34.

⁵⁷⁵ In diesem Sinne: *Brandt*, 2002, S. 130; *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (5); *Rehberg*, 2003, S. 59.

Die Problematik der Informationsflut wird noch dadurch verschärft, dass die zur Verfügung zu stellenden Informationen nicht aus einer Quelle stammen⁵⁷⁶, die zumindest eine konsistente Regulierungsphilosophie haben könnte. Informationen im Bereich der Anlageberatung werden stattdessen von Behörden wie der BaFin, den Anbietern von Finanzinstrumenten und natürlich den Anlageberatern zur Verfügung gestellt. Sie beruhen auf gesetzlichen Vorgaben und privaten Verträgen, die wiederum durch die Rechtsprechung ausgelegt werden. Dadurch kommt es zwangsläufig zu Überlagerungen, Doppelungen und auch Widersprüchen, welche insgesamt auch zu einem möglichen information overload beitragen können.

Auch wenn man dem Gesetzgeber zugestehen kann, dass er zumindest an manchen Stellen⁵⁷⁷ erkannt zu haben scheint, dass es mit Information allein nicht getan ist, ist das Informationsmodell nach wie vor sein zentrales Schutzkonzept und der homo oeconomicus Grundlage seines Anlegerleitbildes. Es stellt sich nun die Frage, ob sich in Kenntnis der festgestellten Abweichungen des Anlegers vom homo oeconomicus-Modell und den daraus resultierenden Schwachpunkten des Informationsmodells ein konsistentes, realitätsnahes Anlegerleitbild formen lässt.

⁵⁷⁶ So auch: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (49).

⁵⁷⁷ So z.B. im Rahmen des § 4 WpDVerOV. Siehe dazu oben Kapitel 4. D. I. 3. S. 37f.

Kapitel 6

behavioral finance und das Anlegerleitbild des Informationsmodells

A. Einführung

Im einleitenden Kapitel⁵⁷⁸ wurde die These aufgestellt, dass das unzutreffende Anlegerleitbild des Gesetzgebers und die darauf aufbauende Regulierung nicht geeignet sind, Anlegerschutz in dem eigentlich beabsichtigten Umfang zu erreichen.

Im vierten Kapitel wurde das Anlegerleitbild des Informationsmodells herausgearbeitet⁵⁷⁹ und dabei festgestellt, dass der Gesetzgeber bei dessen Verwendung einem Verhaltensmodell folgt, welches im Wesentlichen dem homo oeconomicus-Modell entspricht. Allerdings knüpft er bei der Regulierung nicht immer beim Anleger selbst an, sondern zum Teil auch bei den verschiedenen Finanzinstrumenten. Bei alledem hat er jedoch kein einheitliches Anlegerschutzkonzept. Er nutzt zwar überwiegend das Informationsmodell, hat aber auch paternalistische Regelungen erlassen, die sich nicht mit der Annahme rationalen Anlegerverhaltens in Übereinstimmung bringen lassen.

Im Widerspruch zu dem Fakt, dass ein konsistentes Anlegerleitbild also nicht existiert, steht das „offizielle“ gesetzgeberische Anlegerleitbild vom eigenverantwortlichen, rationalen Anleger, wie es sich durch die Gesetzgebungsmaterialien zieht⁵⁸⁰. Neue Informationspflichten werden meist unter ausdrücklichem Hinweis darauf erlassen, dass sie es dem Anleger ermöglichen sollen, auf informierter Grundlage eine vernünftige eigene Entscheidung zu treffen⁵⁸¹. Diese Prämisse zieht konsequenterweise die Verwendung des Informationsmodells nach sich. Dass die zentrale Annahme des Informationsmodells, d.h. die Unterstellung rationalen Anlegerverhaltens bei Kenntnis aller relevanten Informationen, jedoch nicht der Realität entspricht, wurde im vorherigen Kapitel festgestellt.

Daraus lassen sich nun verschieden Fragen bzw. Aufgaben ableiten:

1.) Sollte ein einheitliches, an der Wirklichkeit ausgerichteter Anlegerleitbild für den Regelungsbereich der Anlageberatung gefunden werden oder gibt es Gründe die kategorisch gegen stets konsistente bzw. realitätsnahe Grundannahmen zum Anleger sprechen?⁵⁸²

2.) Wie kann ein Anlegerleitbild aussehen, das die behavioral finance-Erkenntnisse nutzbar machen?⁵⁸³

⁵⁷⁸ Siehe oben unter Kapitel 1. S. 1f.

⁵⁷⁹ Siehe oben unter Kapitel 4 E. S. 54f.

⁵⁸⁰ So z.B. die Stellungnahme des Bundesrates zur Einführung des Produktinformationsblattes BT-Drucks. 16/12814 S. 31., die von einer Begegnung von Anlageberater und Anlageinteressent auf Augenhöhe ausgeht.

⁵⁸¹ So z.B. Art 19 Abs. 3 MiFID, § 31 Abs. 3 WpHG.

⁵⁸² Dazu sogleich unter Kapitel 6 B. S. 85f.

⁵⁸³ Dazu im Anschluss unter Kapitel 6 C. S. Fehler: Referenz nicht gefundenf.

3.) Wie könnte ein solches Anlegerleitbild in der Praxis umgesetzt werden (de lege lata und de lege ferenda)?⁵⁸⁴

B. Bedürfnis nach einem konsistenten, realitätsnahen Anlegerleitbild

I. Grundsätzliche Probleme bei der Modellbildung

Die gängigen Theorien der Ökonomik haben zwar den Vorteil der einfachen Handhabbarkeit, lassen jedoch grundlegende psychologische Bedürfnisse und kognitive Beschränkungen des Menschen außer Acht. Das wäre zu verschmerzen, wenn sich daraus keine erheblichen Unterschiede im Bezug auf die Ziel-Mittel-Relation des Gesetzgebers ergeben würden, sprich wenn er seine Ziele auch ohne Rücksicht auf diese Umstände mit den verwendeten Mitteln erreichen könnte. Dies ist aber nicht der Fall, da die Annahme rationalen Verhaltens ein Anlegerschutzmodell hervorgebracht hat, welches nicht verhindern kann, dass Anleger erhebliche Verluste erleiden, sich enttäuscht vom Kapitalmarkt zurückziehen und so u.a. die Allokationsfunktion desselben gefährden⁵⁸⁵.

Der behavioral finance ist es bisher allerdings nicht gelungen, die beobachteten Abweichungen und Erklärungen in eine konsistente Theorie ähnlich des homo oeconomicus-Modells umzusetzen⁵⁸⁶. Es wurde bisher vor allem eine Vielzahl von Abweichungen nachgewiesen, beschrieben und die zugrunde liegenden psychologischen Muster erklärt. Deswegen werfen die Kritiker der behavioral finance auch vor, lediglich im Nachhinein Abweichungen im Verhalten der Anleger zu erklären, ohne aber konkrete Theorien zur Vorhersage und Stärke der Abweichungen machen zu können⁵⁸⁷. Für eine empirische Theorie, wie die behavioral finance, sei Falsifizierbarkeit aber eine Voraussetzung⁵⁸⁸.

Den Kritikern ist jedoch zweierlei entgegenzuhalten. Erstens gibt es mit der prospect theory durchaus eine Theorie, die einen erheblichen Teil der Abweichungen vom Rationalmodell, insbesondere die relative Bewertungen von Gewinn und Verlust, sowie die grundsätzlich bestehende Verlustaversion, erklären kann⁵⁸⁹. Zweitens geht es bei der Suche nach einem realitätsnahen Anlegerleitbild gar nicht darum, die gängigen Theorien der Ökonomik zu ersetzen, sondern allenfalls darum diese zu verfeinern⁵⁹⁰. Schließlich spricht für die Berücksichtigung der behavioral finance-Erkenntnisse auch das Argument der „normativen Kraft des Faktischen“⁵⁹¹, denn der Blick in die Anlageberatungspraxis zeigt, dass die Anleger gleichbleibend vom homo oeconomicus-Modell abweichen. Da dies durchweg der Fall ist, liegt der „Fehler“ auch nicht beim jeweiligen Anleger, sondern beim Gesetzgeber bzw. dessen Annahmen zum An

⁵⁸⁴ Dazu dann Kapitel 7 und 8. ab S. 98f. bzw. ab S. 111f.

⁵⁸⁵ Siehe oben unter Kapitel 4 C. II. 1. S. 30f.

⁵⁸⁶ *Blehschmidt*, 2007, S. 58; *Klöhn*, 2006, S. 140.

⁵⁸⁷ Zusammenfassend: *Klöhn*, 2006, S. 140f; *Teigelack*, 2009, S. 229 jeweils mit weiteren Nachweisen.

⁵⁸⁸ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (13f).

⁵⁸⁹ Siehe oben Kapitel 5. A. II. 2. S. 60.

⁵⁹⁰ So auch: *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (586); *Klöhn*, 2006, S. 144.

⁵⁹¹ Siehe oben Kapitel 3 B. II. S. 21f.

legerverhalten⁵⁹². Unabhängig von der wissenschaftlichen Notwendigkeit der Falsifizierbarkeit einer empirischen Theorie kann sich ein Gesetzgeber mit dem Ziel, Anlegerschutz zu schaffen, nicht der Realität verschließen. Maßstab des gesetzgeberischen Handelns ist die Erfüllung der selbst gesteckten Ziele und nicht die Eleganz (oder auch nur Existenz) einer zugrundeliegenden Theorie⁵⁹³.

Dies lässt es für den Juristen zu, von der Suche nach einem übergreifenden Modell bzw. einer Theorie abzusehen, wenn die vorhandenen Erkenntnisse für den zu regelnden Bereich schlüssig, belastbar und vor allem in der Praxis umsetzbar sind⁵⁹⁴. Wichtig ist ein zutreffendes Verhaltensmodell nicht um seiner selbst willen, sondern als „instrumental verwertbares Handlungswissen“⁵⁹⁵, d.h. als Grundlage des Gesetzgebungsprozesses. Anders als in den Wirtschaftswissenschaften, bedarf der Gesetzgeber nicht unbedingt einer konsistenten Rechenformel zum menschlichen Verhalten im Allgemeinen, da es für ihn vor allem auf zuverlässige Vorhersagen und nicht deren theoretische Grundlagen ankommt⁵⁹⁶. Denn schließlich gilt auch hier: *Judex non calculat*.

Im Bewusstsein dieser Schwierigkeiten wird nachfolgend versucht, ein konsistentes Anlegerleitbild zu zeichnen, in das die Erkenntnisse der behavioral finance im notwendigen Umfang einfließen.

II. Konsistentes Anlegerleitbild

Bevor man sich inhaltlich mit einem Anlegerleitbild auseinandersetzt, sollte man sich zunächst fragen, ob ein einheitliches Anlegerleitbild überhaupt wünschenswert ist. Denn möglicherweise besteht auf Seiten des Gesetzgebers gar kein Bedarf für die Bildung einer stabilen und belastbaren Arbeitshypothese zum Anlegerverhalten, wenn es um die Regulierung von Anlegerschutz geht. Grund dafür könnte sein, dass zu verschiedenartige Anlegertypen erfasst werden, als dass man ihr Verhalten zusammenfassend beschreiben und beachten könnte. Außerdem hat der Gesetzgeber vielleicht auch aus normativen Erwägungen kein Interesse, alle Regelungen im Bereich des Anlegerschutzes auf Grundlage eines einheitlichen Verhaltensmodells zu entwerfen, weil er in bestimmten Bereichen einfach mehr oder weniger vom Anleger fordern bzw. diesem zumuten will.

Derartige Argumente gegen ein konsistentes Anlegerleitbild greifen allerdings nicht durch. Denn wie bereits ausgeführt, geht es beim Anlegerleitbild im Sinne dieser Arbeit nicht um den personellen Anwendungsbereich einer Norm, es geht auch nicht um eine normative Aussage dahingehend, wie ein Anleger sein sollte⁵⁹⁷. Wäre dies der Fall, könnte man verschiedene Ansprüche an verschiedene Anleger stellen und entsprechend unterschiedliche Prämissen haben. Sinn des Anlegerleitbildes, wie es hier verstanden werden soll, ist aber die Erklärung des tatsächlichen Verhaltens der Anleger in der Realität, sowie dessen Prognose für die Zukunft⁵⁹⁸, um so die Folgen eines Gesetzes zutreffend abschätzen zu können⁵⁹⁹. Bei

⁵⁹² In diesem Sinne auch: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (12).

⁵⁹³ In diese Richtung auch: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (15f).

⁵⁹⁴ So auch: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (17).

⁵⁹⁵ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

⁵⁹⁶ So auch: *Klöhn*, 2006, S. 144f.; *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (15); im Ergebnis wohl ebenso *Rittner*, JZ 2005, 668 (669 unter 3.)

⁵⁹⁷ Siehe oben unter Kapitel 3 B. I S. 20f.

⁵⁹⁸ So auch: *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (54) für den wissenschaftlichen Anspruch einer Realwissenschaft im Allgemeinen.

⁵⁹⁹ In diese Richtung auch: *Kirstein*, Berkeley Electronic Press 2004, Article 4 (6 aE).

der Bildung eines konsistenten Anlegerleitbildes geht es also um Entwicklung einer faktenbasierten Arbeitsgrundlage für den Gesetzgebungsprozess bzw. die Anwendung des Gesetzes durch die Rechtsprechung.

Ausgangspunkt bei der Beantwortung der oben aufgeworfenen Frage muss die Einsicht sein, dass ein Anleger nicht zu einem Zeitpunkt rational im Sinne des homo oeconomicus-Modells handelt und zu einem andere Zeitpunkt nicht. Zutreffend ist vielmehr, dass er stets die beschriebenen Abweichungen vom Rationalmodell aufweist, diese sich jedoch nicht stets gleich schwer auswirken. Das kann dazu führen, dass das Ergebnis der individuellen Informationsverarbeitung sowie eine darauf aufbauende Entscheidung in manchen Fällen ungefähr dem entspricht, was nach dem homo oeconomicus-Modell zu erwarten war. Das bedeutet aber nur, dass sich die Abweichungen des Anlegers vom homo oeconomicus-Modell in diesen Fällen nicht so stark ausgewirkt haben, dass es zu Abweichungen von den Vorhersagen des homo oeconomicus-Modells gekommen ist. Wird die Materie, wie es regelmäßig bei Anlageberatungen der Fall sein wird, komplexer, sieht es dagegen anders aus. Es werden dann vermehrt Heuristiken eingesetzt, psychologische Grundbedürfnisse wirken sich stärker aus und es kommt zu Abweichungen vom Rationalmodell.

Beispielsweise leuchtet intuitiv ein, dass die meisten Kleinanleger verstehen dürften, dass und wann eine Aktie im Kurs steigen oder sinken kann, während dieselben Anleger vermutlich damit überfordert wären, zu verstehen, wann ein Zinsswap Gewinn oder Totalverlust verspricht. In beiden Fällen müssen die Anlageinteressenten Informationen aufnehmen und verarbeiten. In beiden Fällen kommen die genannten psychologischen Grundbedürfnisse zum Tragen und werden die kognitiven Hilfsmittel der verschiedenen Heuristiken angewendet. Der Unterschied besteht darin, dass die kognitiven Fähigkeiten der meisten Anlageinteressenten ausreichen, um im Fall der Aktie richtige, weil ökonomisch zutreffende, Bewertungen hervorzubringen, während im Falle des Zinsswaps wegen dessen Komplexität mit Fehlbewertungen und ökonomisch schlechten Entscheidungen zu rechnen ist. Weiterhin muss man davon ausgehen, dass jeder Anleger von den genannten psychologischen Grundbedürfnissen (mit-)bestimmt wird. Sowohl der kleinste Kleinanleger, wie auch der erfahrenste Fondsmanager⁶⁰⁰, streben grundsätzlich nach Dissonanzfreiheit und Kontrolle über ihr Leben (sprich: ihrer Anlageentscheidungen).

Mehr als diese grundlegenden psychologischen Momente muss man auf der Ebene eines Anlegerleitbildes noch nicht berücksichtigen. Die Kenntnis der Merkmale, die jeden Anleger mehr oder weniger bestimmen, bilden das „instrumental verwertbare Handlungswissen“⁶⁰¹, welches Grundlage einer effizienten Anlegerschutzgesetzgebung sein sollte. Das bedeutet weiterhin, dass es zwar darauf ankommt, ein einheitliches Anlegerleitbild zu haben, dass aus einem solchen aber keine einheitlichen Handlungsanweisungen an den Gesetzgeber hinsichtlich aller in Betracht kommenden Finanzinstrumente folgen. Viel mehr muss man sich im Klaren darüber sein, dass Anleger zwar immer den beschriebenen Abweichungen vom homo oeconomicus-Modell unterliegen, deren unterschiedliche Auswirkungen in Abhängigkeit von der Komplexität der Materie aber auch unterschiedliche Behandlungen ein und desselben Anlegers rechtfertigen können. Es besteht also nicht die Gefahr, dass man mit einem einheitlichen Anlegerleitbild den Unterschieden in der Professionalität oder dem jeweiligen Grad der Schutzbedürftigkeit nicht gerecht werden kann. All dies setzt erst auf einer höheren Ebene an, die ihrerseits auf dem zugrunde liegen

⁶⁰⁰ So auch: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (12).

⁶⁰¹ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

de Anlegerleitbild aufbaut. Die behavioral finance-Erkenntnisse lassen für solche Abstufungen, anders als das homo oeconomicus-Modell, auch genügend Raum.

III. Realitätsnahes Anlegerleitbild

Von der Frage nach dem Sinn und Zweck eines einheitlichen Anlegerleitbildes ist die nach der Notwendigkeit und Möglichkeit eines an der Wirklichkeit ausgerichteten Anlegerleitbildes zu trennen. Während man bei der Bildung eines lediglich einheitlichen Anlegerleitbildes normative Gesichtspunkte und bloße Unterstellungen ohne Spiegelbild im tatsächlichen Anlegerverhalten verwenden kann, muss hier die Problematik der „rechtlichen Relevanz von Realität“⁶⁰² geklärt werden. Oder anders formuliert: Soll oder muss sich ein Anlegerleitbild zuallererst am Tatsächlichen ausrichten?

Auch wenn eine möglichst nahe Ausrichtung an der Wirklichkeit auf den ersten Blick wünschenswert erscheint, wäre ein derartiges rechtliches Gebot weder aus der Verfassung noch historisch oder dogmatisch zwingend abzuleiten⁶⁰³. Der Gesetzgeber hat von jeher mit Unterstellungen gearbeitet, um die rechtspolitisch gewünschten Gesetzessystematik zu verankern. Grundlegend ist z.B. die Unterstellung, ab dem Alter von 18 Jahren über die ausreichende Einsichts- und Steuerungsfähigkeit zu verfügen, um zivilrechtliche Verträge auf eigenes Risiko abschließen zu können⁶⁰⁴. Die Absenkung der Volljährigkeit erst auf 21 und nun auf 18 Jahren steht aber im Widerspruch zur immer komplexeren Lebenswirklichkeit. Während man im vorletzten Jahrhundert wohl durchaus ab dem vollendeten 18. Lebensjahr das Gros der möglichen Rechtsgeschäfte zu durchschauen wusste, spricht die Tatsache eines immer schnelleren und verdichteten Lebens eigentlich für die Anhebung der Volljährigkeitsgrenze⁶⁰⁵. Stattdessen hat sich der Gesetzgeber aus politischen Gründen für die Unterstellung entschieden, dass man ab 18 Jahren in der Lage ist, sein Leben selbstverantwortlich in die Hand zu nehmen. Diese Fiktion ist nicht durch irgendwelche empirischen Untersuchung begründet und berücksichtigt weder die tatsächliche kognitiven Fähigkeiten der Adressaten, noch macht sie einen Unterschied nach der Intelligenz oder der Bildung⁶⁰⁶.

Ein Grund für diese Unterstellung ist, wie beim homo oeconomicus-Modell der Ökonomik, die Reduktion einer allzu komplexen Realität in ein handhabbares Modell⁶⁰⁷. Ob der homo oeconomicus teilweise oder ganz der Wirklichkeit entspricht oder entsprechen soll, ist grundsätzlich nicht Hauptgegenstand der Ökonomik, denn Effizienz (als Maßstab der ökonomischen Analyse des Rechts) bedingt nicht die Berücksichtigung von Realität. Schließlich führt gerade die Beachtung von Unterschieden zu höheren, effizienzgefährdenden Transaktionskosten.

Ein weiteres Argument gegen (zu viel) Realität, ist die rechts- und wirtschaftspolitische Entscheidung des Gesetzgebers für eine Rechtsordnung, die auf Privatautonomie und Wettbewerb zur Marktregulation basiert. Das diesem System immanente Menschenbild ist das des vernünftigen und selbständigen

⁶⁰² Rehberg, 2003, S. 70.

⁶⁰³ So auch: Rehberg, 2003, S. 70.

⁶⁰⁴ §§ 2, 104f. BGB. Ausführlich dazu: Schünemann in: Pfeifferet. al., Festschrift für Hans Erich Brandner zum 70. Geburtstag, 1996, Mündigkeit versus Schutzbedürftigkeit, S. 279 (282f).

⁶⁰⁵ So auch: Schünemann in: Pfeifferet. al., 1996, Mündigkeit versus Schutzbedürftigkeit, S. 279 (284).

⁶⁰⁶ Schünemann in: Pfeifferet. al., 1996, Mündigkeit versus Schutzbedürftigkeit, S. 279 (284f).

⁶⁰⁷ Rehberg, 2003, S. 70.

Akteurs, der auf Grundlage seiner Präferenzen Chancen sucht und bereit ist, Rückschläge wegzustecken⁶⁰⁸.

Schließlich kann ein anspruchsvolles Leitbild sogar im Bewusstsein der Abweichungen von der Realität zugrunde gelegt werden, um einerseits als erzieherisches Entwicklungsziel zu fungieren und andererseits eine Art „race to the bottom“ auf Seiten der Adressaten zu vermeiden. Würde man sich nämlich komplett an den Fähigkeiten von Anlegern orientieren, die sich zwar anstrengen könnten, dies aber nicht tun müssen, so würde das Leitbild im Laufe der Zeit immer geringere Anforderungen an die Einsichts- und Steuerungsfähigkeit stellen. Denn wer nicht gezwungen ist, sich beständig anzustrengen und weiterzuentwickeln, weil er weiß, dass seine Lethargie am Ende zu einer Absenkung der gesetzgeberischen Anforderungen führt, der wird genau diese Entwicklung kaum vermeiden können. Eine gewisse intellektuelle / kognitive Herausforderung, und damit zumindest eine leichte Überziehung der Grundannahmen zur Informationsverarbeitungskapazitäten des Anlegers, erscheint bereits aus dieser Erwägung heraus geboten⁶⁰⁹. Das gewünschte Ziel einer Gesellschaft mündiger, eigenverantwortlicher Menschen gebietet geradezu eine Außerachtlassung bestimmter Fakten des menschlichen Verhaltens zu.

Es gibt also gute Gründe für ein Abweichen des gesetzgeberischen Anlegerleitbildes von den tatsächlichen Fähigkeiten der Anleger. Auf der anderen Seite müssen alle genannten Argumente der Einsicht weichen, dass es jedem Normadressaten möglich sein muss, sich entsprechend eines bestimmten Leitbildes zu verhalten. Würde man also die Realität einer begrenzten Informationsverarbeitungskapazität außer Acht lassen und nicht zu erfüllende Maßstäbe an die intellektuellen Fähigkeiten der Anlageinteressenten anlegen, käme dies einer verfassungswidrigen Degradierung zum bloßen Objekt staatlichen Handelns gleich⁶¹⁰. Die Wirklichkeit gibt also die Grenzen für die Modellbildung in dem Sinne vor, dass „Anstrengung [...] verlangt werden [darf]. Unmögliches nicht.“⁶¹¹. Die oben aufgeworfene Frage⁶¹², ob es Gründe gibt, die gegen ein realitätsnahes Anlegerleitbild sprechen, lässt sich also nur differenziert beantworten. Einerseits spricht einiges für die Außerachtlassung realwissenschaftlicher Erkenntnisse, insbesondere die nur so mögliche Komplexitätsreduktion und die rechtspolitische Entscheidung für das Wirtschaftssystem der sozialen Marktwirtschaft. Andererseits wäre es sowohl verfassungswidrig, als auch schlicht unsinnig, an der Realität „vorbeizuregulieren“⁶¹³. Denn schließlich geht es letztlich um die Lösung realer Probleme von realen Menschen, die sich durch gesetzgeberische Ignoranz nicht in Wohlgefallen auflösen⁶¹⁴.

⁶⁰⁸ Schünemann in: Pfeifferet. al., 1996, Mündigkeit versus Schutzbedürftigkeit, S. 279 (296).

⁶⁰⁹ In diesem Sinne auch: Rehberg, 2003, S. 70f.

⁶¹⁰ Rehberg, 2003, S. 72f.

⁶¹¹ Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (48).

⁶¹² Siehe dazu Kapitel 6. A. S. 84f.

⁶¹³ Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (12 Fn. 49).

⁶¹⁴ In diesem Sinne auch: Rehberg, 2003, S. 73; siehe dazu auch die Studie im Auftrag des BMELV von Habschick/Evers, 2008, S. 96, in welcher das Auseinanderfallen von Gesetzgebung und Realität ebenfalls problematisiert wird.

IV. Erkenntnisgewinn aus dem Verbraucherleitbild möglich?

1. Kleinanleger sind meist auch Verbraucher

Bevor man sich auf die Suche nach dem besseren Anlegerleitbild anhand der bisher gewonnenen Erkenntnisse macht, sollte man prüfen, ob sich nicht vorhandenes Wissen aus verwandten Rechts- und Forschungsbereichen transferieren lässt⁶¹⁵. Eine Untersuchung und Bezugnahme auf ein Verbraucherleitbild bietet sich dazu an. Denn die hier im Mittelpunkt stehenden Kleinanleger sind meist Privatpersonen und als solche in vielen Beratungssituationen auch Verbraucher. Daneben bestehen Parallelen beim Vergleich der situativen bzw. rollenspezifischen Unterlegenheit des Verbrauchers gegenüber dem Unternehmer mit der Unterlegenheit des Anlageinteressenten gegenüber dem Anlageberater. Schließlich scheint auch der Gesetzgeber den Kleinanleger in der Ecke des Verbrauchers zu suchen⁶¹⁶.

In der Literatur wurde und wird die Frage untersucht, ob Anleger mit Verbrauchern hinsichtlich des anzulegenden Schutzmaßstabes gleichzustellen sind⁶¹⁷. Dabei wird von den Gegnern angeführt, dass sich das Agieren am Kapitalmarkt mit Gewinnerzielungsabsicht nicht mit dem notwendigen Konsum von Verbrauchsgütern gleichsetzen lässt. Der Schutzbedarf, den ein Verbraucher bei Geschäften zur Deckung des Lebensbedarfes hat, bestehe beim risikobehafteten Investieren zur Vermögensmehrung nicht, deswegen sollten Anleger die verbraucherschützenden Regeln nicht in Anspruch nehmen dürfen⁶¹⁸.

Für die Befürworter einer Gleichstellung spricht die eindeutige gesetzgeberische Entscheidung in § 13 BGB, die durch die oben genannten wertenden Gesichtspunkten nicht ausgehebelt wird⁶¹⁹. Denn grundsätzlich gelten die verbraucherschützenden Normen, wie z.B. § 312 oder § 312d BGB, sobald eine Person nach § 13 BGB Verbraucher ist. Die Einordnung knüpft dabei nicht an die Frage der individuellen Schatzwürdigkeit oder dem Verhalten einer Person entsprechend eines angenommenen Verbraucherleitbildes an, sondern an äußerlichen Merkmalen. Ist das Geschäft privater Natur dann ist eine natürliche Person⁶²⁰ ein Verbraucher im Sinne des BGB und kann die entsprechenden Rechte geltend machen⁶²¹. Natürliche Personen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen sind also Verbraucher, wenn sie privat tätig werden.

Entscheidend für die Eingangs aufgeworfene Frage ist aber nicht, ob und welche Anleger in Anlageberatungssituationen als Verbraucher zu behandeln sind, sondern, ob man sich beim Entwurf eines konsistenten Anlegerleitbildes an einem bestehenden Verbraucherleitbild orientieren kann⁶²². Zu klären ist also, ob der Gesetzgeber ein Verbraucherleitbild hat, welches bei der Frage der Informationsverarbei

⁶¹⁵ Ausführlich dazu: *Buck-Heeb*, ZHR 2012, 66

⁶¹⁶ So auch *Veil* auf dem 11. Rostocker Bankentag am 10.11.2005, v. *Finckenstein/Wehlte*, BKR 2006, 123. Auch im Koalitionsvertrag der CDU/FDP Regierung der 17. Legislaturperiode wird auf Seite 46 der Verbraucher als Ziel des Anlegerschutzes gesehen. Dort steht u.a. „Wir wollen ein konsistentes Finanzdienstleistungsrecht schaffen, damit Verbraucher in Zukunft besser vor vermeidbaren Verlusten und falscher Finanzberatung geschützt werden.“

⁶¹⁷ Z.B.: *Wagner*, BKR 2003, 649; *Pfeiffer*; *Gewiese*, Individueller Anlegerschutz bei Finanzdienstleistungen (2009) S. 62f und *Buck-Heeb*, ZHR 2012, 66 (75f).

⁶¹⁸ *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 1f., 23; *Wagner*, BKR 2003, 649.

⁶¹⁹ So auch: *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 1f., 23.

⁶²⁰ Für die GbR gilt dies wohl auch: v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 18f.

⁶²¹ So auch: v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 23; *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 10.

⁶²² Dazu, aber mit einem anderen Ansatz: *Buck-Heeb*, ZHR 2012, 66 (82f).

tung und Entscheidungsfindung von zutreffenden, an der Wirklichkeit orientierten Prämissen ausgeht. Ist dies der Fall, könnte man vorhandenes kognitionspsychologisches Grundlagenwissen des Gesetzgebers zum Verbraucherverhalten auch bei der Schaffung effektiveren Anlegerschutzes nutzbar machen.

Eine Übertragung bzw. Orientierung an einem Verbraucherleitbild wäre aber auch in diesem Fall nur dann möglich, wenn die Anleger in den typischen Anlageberatungssituationen mit Verbrauchern hinsichtlich der an sie gestellten intellektuellen und kognitiven Anforderungen vergleichbar sind. Denn nur in diesem Fall dürfen sich die Vorstellungen des Gesetzgebers vom zu erwartenden Anlegerverhalten an einem Modell des Verbraucherverhaltens ausrichten.

In dieser Situation wäre es auch nicht von Bedeutung, dass der Verbraucherbegriff, selbst unter Einbeziehung der GbR, enger ist, als der Anlegerbegriff. Denn letzterer erfasst unter dem Begriff der Kleinanleger auch noch Kapitalgesellschaften, die bei Anlagegeschäften unternehmerisch tätig sind⁶²³. So lange nämlich der Handel mit Finanzinstrumenten nicht selbst zum Kernbereich des Unternehmens gehört, kann auch die Absicherung eines milliardenschweren Auftrages gegen Währungsschwankungen mittels Zertifikaten ohne weiteres als Privatkunden (Kleinanleger) im Sinne des § 31a WpHG vorgenommen werden⁶²⁴. Damit würde das Unternehmen nach §§ 13, 14 BGB zwar keinen Verbraucherschutz genießen, ein Verbraucherleitbild im Sinne des hier verwendeten Leitbildbegriffes⁶²⁵ könnte aber gleichwohl Anwendung finden. Denn wo letztlich natürliche Personen Entscheidungen treffen⁶²⁶ und es im Rahmen des Leitbildes nur auf deren tatsächliches Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten ankommt, braucht man keinen Unterschied zwischen natürlichen und juristischen Personen zu machen.

2. Konsistentes, realitätsnahes Verbraucherleitbild?

Es gibt allerdings weder auf europäischer, noch auf deutscher Ebene ein konsistentes Verbraucherleitbild soweit es um die tatsächlichen kognitiven Fähigkeiten des Verbrauchers geht. Grundsätzlich lassen sich nämlich mindestens drei verschiedene Modelle herausfiltern⁶²⁷. Da ist zum einen der informierte bzw. zumindest informierbare, eigenverantwortliche Verbraucher⁶²⁸. Er entspricht den wesentlichen Grundzügen des homo oeconomicus-Modells. Sein Schutz wird daher auch wie beim Anlegerschutz mittels des Informationsmodells erreicht⁶²⁹.

Dem stehen zum anderen zwei Modelle des schutzbedürftigen Verbrauchers gegenüber⁶³⁰. Einerseits ist dies der strukturell unterlegene Verbraucher, bei dem von einer rollenspezifischen Unterlegenheit aufgrund eines sozialen Machtungleichgewichtes ausgegangen wird⁶³¹. Andererseits gibt es die Vorstellung vom Verbraucher als lediglich situativ schutzbedürftig, wobei die Schutzbedürftigkeit am jeweiligen Ver

⁶²³ *Kümpel*, WM 2005, 1 (6).

⁶²⁴ Siehe dazu die Regelungen in § 31a Abs. 2 WpHG, dort werden die professionellen Kunden (Anleger) von den Privatkunden (Kleinanleger) vor allem nach dem Unternehmenszweck abgegrenzt. Nur wenn dieser hauptsächlich auf Aktivität am Kapitalmarkt ausgerichtet ist, fällt das jeweilige Unternehmen aus der Kleinanlegerkategorie heraus. Siehe auch oben Kapitel 2 B. I. 4. S. 9f.

⁶²⁵ Siehe oben unter Kapitel 3 B. I. S. 20f.

⁶²⁶ Siehe oben unter Kapitel 2 B. I. 4. S. 9f.

⁶²⁷ *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 67f; *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 2f.

⁶²⁸ *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 4, 6; *Pfeiffer*, NJW 2011, 1 (2).

⁶²⁹ *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 4, 6; *Pfeiffer*, NJW 2011, 1 (2).

⁶³⁰ *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 68f; *Weick* in: Staudinger §§ 1 - 14 (2004), § 13 Rdnr. 5f.

⁶³¹ *Micklitz* in: MüKo-BGB 5. Aufl., Vorbemerkung zu §§ 13, 14 Rdnr. 68 mwN; *Pfeiffer*, NJW 2011, 1 (2).

tragsgegenstand anknüpft. Dabei ist für jede Geschäftssituation zu fragen, ob eine Person nach dem Grad ihrer individuellen Kompetenz eines zusätzlichen Schutzes als Verbraucher bedarf⁶³². Leitbilder bei der Schutzmodelle sind tendenziell die unmündigen, überforderten Verbraucher⁶³³.

Diese unterschiedlichen Schutzmodelle lassen darüber hinaus jedes für sich keinen unmittelbaren Schluss auf ein zugrunde liegende Verhaltensmodell zu, da sie jeweils auch normativ geprägt sind. Das bedeutet, dass sich aus dem Verbraucherleitbild, wie es sich in verschiedenen Gesetzesmaterialien findet, nicht ohne weiteres auf das tatsächlich unterstellte Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten abstellen lässt.

3. Ergebnis

Die Frage, ob es allseits anerkannte Grundannahmen zum tatsächlichen Verhalten des Verbrauchers gibt, die sich bei der Suche nach ihren Gegenstücken zum Anlegerverhalten nutzbar machen lassen, muss also verneint werden. Es gibt zwar viele differenzierte Ansätze, es fehlen jedoch die Gemeinsamkeiten, die man bei der Suche nach einem konsistenten, realitätsnäheren Anlegerleitbild verwerten könnte. Auch wenn sich also durchaus viele Parallelen zwischen (Klein-)Anlegern und Verbrauchern finden, kann für die Suche nach einem konsistenten Anlegerleitbild nicht auf parallele Erkenntnisse aus dem Verbraucherrecht zurückgegriffen werden.

C. Bildung/Anpassung des Anlegerleitbildes unter Verwendung der behavioral finance-Erkenntnisse

I. Verhaltensmodell

Den Ausgangspunkt bei der Bildung eines an die Erkenntnisse der behavioral finance angepassten Anlegerleitbildes bildet ein anlageberatungsspezifisches Verhaltensmodell. Wie bereits festgestellt⁶³⁴, ist die Beschreibung von Abweichungen im Rationalverhalten der Anlageinteressenten nicht möglich, ohne zu nächst vom Rationalmodell als Grundlage auszugehen. Die zentralen Differenzen zwischen den Grundannahmen zum Verhalten des homo oeconomicus und den Beobachtungen der behavioral finance, so weit sie während einer Anlageberatung relevant werden, lassen sich in drei Punkten zusammenfassen⁶³⁵:

1.) Informationsverarbeitung/Heuristiken: Anlageinteressenten sehen sich während der Anlageberatung mehr Informationen gegenüber, als sie verarbeiten können. Daher wenden sie Heuristiken an, um der Flut an Informationen Herr zu werden⁶³⁶. Außerdem rekurren sie auf eigene Erfahrungen und Muster. Diese liefern zwar für das Leben abseits des Kapitalmarktes im Allgemeinen brauchbare Ergeb

⁶³² Micklitz in: MüKo-BGB 5. Aufl., Vorbemerkung zu §§ 13, 14 Rdnr. 71.

⁶³³ Micklitz in: MüKo-BGB 5. Aufl., § 13 Rdnr. 6.

⁶³⁴ Siehe oben Kapitel 5. A. II. S. 58f.

⁶³⁵ Ebenso auch: *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 170f., die die aus ihrer Sicht zentralen Abweichungen treffend als Rationalitätsfällen bezeichnen.

⁶³⁶ Siehe oben Kapitel 5. A. II. S. 58f.

nisse, während der Anlageberatung kommt es jedoch zu entscheidungserheblichen Fehleinschätzungen, d.h. einem information overload⁶³⁷.

Außerdem lassen sich Anlageinteressenten durch die Art und Weise der Darstellung, etwa durch die Reihenfolge oder die optische Hervorhebung, in ihrer Informationsverarbeitung beeinflussen⁶³⁸. Dies kann unabhängig vom Umfang und Übereinstimmung mit den inhaltlichen Vorgaben der Wohlverhaltenspflichten des WpHG zu einer Beeinflussung durch den Anlageberater genutzt werden.

2.) Kontrollbedürfnis: Wie jeder Mensch, streben auch Anlageinteressenten nach dem Gefühl, die Dinge unter Kontrolle zu haben. Wenn sie Anlageentscheidungen treffen, wollen sie die Risiken kennen und sie kontrollieren⁶³⁹. Die wenigsten Anlageinteressenten bilden sich ein, den Markt steuern zu können. Gleiches gilt für die Annahme, die Entwicklung von Kursen vorhersagen zu können. Ihr Kontrollbedürfnis befriedigen sie daher durch das Streben nach dem Gefühl, so umfassend informiert zu sein, dass sie die Eintrittswahrscheinlichkeiten der möglichen Entwicklungen zuverlässig berechnen können⁶⁴⁰. Obwohl ihnen mehr Informationen nichts nützen, sind sie an solchen grundsätzlich interessiert und damit auch zufriedenzustellen. Sie fühle sich sogar umso besser, je mehr Informationen sie bekommen und (glauben zu) verstehen⁶⁴¹.

3.) Selbstüberschätzung⁶⁴² und „Als-ob“-Verhalten⁶⁴³: Schließlich neigen auch Anlageinteressenten dazu, ihre eigenen Fähigkeiten als überdurchschnittlich anzusehen. Sie meinen, intelligenter und schneller zu sein als der Durchschnitt und kommen kaum auf die Idee, dass sie es sind, die der Herde hinterherlaufen. Aber auch wenn sie sich eigentlich überfordert fühlen, fällt es ihnen schwer, die Konsequenzen daraus zu ziehen und sich etwas nochmal und solange erklären zu lassen, bis sie es verstanden haben. Stattdessen neigen sie dazu, sowohl gegenüber dem Anlageberater als auch sich selbst gegenüber so zu tun, als ob sie alles verstanden hätten.

Weitere Abweichungen vom Rationalmodell sind zwar für das Anlegerverhalten und den Anlageerfolg von erheblicher Bedeutung, kommen allerdings im Wesentlichen erst nach der Anlageentscheidung zum Tragen. Auch um den Umfang der zu berücksichtigenden Umstände nicht zu stark auszudehnen, können sie für ein Verhaltensmodell des Anlageinteressenten außer Acht bleiben. Dies hat den Vorteil, dass das Verhaltensmodell des Anlageinteressenten die entscheidenden Abweichungen vom Rationalmodell in der Anlageberatungssituation beachtet, dabei aber auch relativ übersichtlich bleibt.

Als Leitbild ist das Verhaltensmodell so gleichwohl noch nicht brauchbar, da es wegen der unterschiedlich stark auftretenden kognitiven Abweichungen und dem ebenfalls nicht einheitlich quantifizierbaren Einfluss der psychologischen Grundbedürfnisse kein handhabbares Instrument für den Gesetzgeber bildet. Notwendig ist also eine normative Ergänzung bzw. Konkretisierung.

⁶³⁷ Siehe oben Kapitel 5. B. II. 3. a) S. 71f.

⁶³⁸ Siehe oben Kapitel 5. B. II. 3. c) S. 74f.

⁶³⁹ Siehe oben Kapitel 5. A. II. 3. S. 62f.

⁶⁴⁰ *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 144.

⁶⁴¹ Siehe oben Kapitel 5. A. II. 3. S. 62f.

⁶⁴² Siehe oben Kapitel 5. A. II. 5. S. 65f.

⁶⁴³ Siehe oben Kapitel 5. B. II. 3. b) S. 73f.

II. Normative Auffüllung des Verhaltensmodells

1. Grundsätzliche Erwägungen zum behavioral finance-basierten Leitbild

a) Einführung

Wie bereits dargestellt⁶⁴⁴, kann ein rein deskriptives Verhaltensmodell durch normative Elemente zu einem Anlegerleitbild ergänzt werden. Das kann nötig sein, um etwa die dogmatische Herkunft des Anlegerschutzes, dessen geschichtliche Entwicklung oder vor allem rechts- und wirtschaftspolitische Ziele zu berücksichtigen. Schließlich kann es auch einfach zwingend sein, ein zu wenig ausdifferenziertes Verhaltensmodell durch die Fixierung von bestimmten Erwartungen an den Verständnishorizont erst handhabbar zu machen.

Zumindest letzteres ist bei der Schaffung eines realitätsnäheren Anlegerleitbildes geboten. Ein Vorteil des homo oeconomicus-Modells ist ja gerade seine relative Schlichtheit. Will man dieses Modell verfeinern und an die Wirklichkeit anpassen, muss man dem auch Rechnung tragen. Daneben wurde bereits bei der Frage nach der rechtlichen Relevanz von Realität⁶⁴⁵ geklärt, dass stets gewissen Anforderungen an den Anlageinteressenten nötig und durch unsere, auf Eigenverantwortung und Privatautonomie ausgerichtete, Rechtsordnung geboten ist⁶⁴⁶.

b) Maßgeblichkeit des durchschnittlichen Anlageinteressenten

Bewertungsmaßstab ist der durchschnittliche Anlageinteressent⁶⁴⁷. Hintergrund ist die Tatsache, dass die Anlageberatung ein Vertragsverhältnis ist, für das der Anlageinteressent sich bewusst entscheidet⁶⁴⁸. Dieser Umstand legt den Maßstab der Informationsverarbeitungskapazität fest, die der Anlageberater beim Anlageinteressenten voraussetzen darf. Während ein Anbieter im Bereich der Produkthaftung, d.h. einer Verkehrspflicht, verpflichtet ist, sich bei den notwendigen Informationspflichten am Verständnishorizont des am wenigsten fähigen Teils des angesprochenen Verkehrskreises auszurichten⁶⁴⁹, ist dies bei Verträgen grundsätzlich anders. Hier kann der Anbieter, sprich Anlageberater, grundsätzlich davon ausgehen, dass sein Gegenüber zumindest über solche Fähigkeiten verfügt, wie sie einem typischen Kunden, d.h. dem Durchschnittsanlageinteressenten eigen sind⁶⁵⁰.

Welcher Grad an Verständnisfähigkeit dem durchschnittlichen Anlageinteressenten unterstellt werden kann, ist anhand verschiedener Faktoren, wie etwa der Bedeutung der Vermögensanlage oder der Relevanz der Anlageberatung für die Entscheidungsfindung, zu bestimmen⁶⁵¹.

⁶⁴⁴ Siehe oben unter Kapitel 3 B. I. S. 20f.

⁶⁴⁵ *Rehberg*, 2003, S. 70.

⁶⁴⁶ Siehe dazu oben in Kapitel 6. B. III. S. 88f.

⁶⁴⁷ Ausführliche Zusammenfassung des Meinungsstandes bei: *Buck-Heeb*, ZHR 2012, 66 (87f).

⁶⁴⁸ Anders ist dies z.B. bei Verträgen der Daseinsvorsorge, wie Wasser- und Stromversorgungsverträgen.

⁶⁴⁹ *Pfeiffer*, NJW 2011, 1 (2).

⁶⁵⁰ So auch: BGH Urt. v. 23. 2. 2005, Az.: IV ZR 273/03, zitiert nach Juris Rdnr. 15 (für Versicherungsverträge), BGH Urt. v. 10.03.1993, Az.: VIII ZR 85/92, zitiert nach Juris Rdnr. 25 (für gestreckte Kaufverträge).

⁶⁵¹ So für die Bildung eines Verbraucherleitbildes: *Pfeiffer*, NJW 2011, 1 (4).

c) *Bedeutung der Vermögensanlage*

Bei der Formulierung von Erwartungen an den Verständnishorizont der Vertragsparteien sind die Art und die Bedeutung des jeweiligen Vertrags zugrunde zulegen⁶⁵². Dabei steigen die Anforderungen einerseits mit Art und Bedeutung des Vertragsgegenstandes und andererseits mit dem Grad der Festlegungswirkung für den Kunden⁶⁵³. Das bedeutet, dass die Anforderungen an die Sorgfalt beim Kauf eines Gegenstandes des täglichen Lebensbedarfes (wie etwa einer Zeitung) viel niedriger angesetzt werden können, als bei einem selten erworbenem Objekt (z.B. einem Auto), das noch dazu eine hohe Festlegungswirkung hat (weil es beispielsweise durch ein langfristiges Darlehen finanziert wird).

Auf die Anlageberatung angewendet bedeutet dies, dass man grundsätzlich überdurchschnittliche intellektuelle Anstrengungen vom Anlageinteressenten verlangen kann, da Anlageentscheidungen einerseits tendenziell selten getroffen werden und andererseits meist sowohl mit besonders hohen finanziellen Einsätzen verbunden als auch langfristig angelegt sind. Selbst wenn im Einzelfall nur ein geringer Betrag angelegt wird oder dies auch öfter geschehen mag, kommt es auf den durchschnittlichen Anlageinteressenten an. Für diesen kann unterstellt werden, dass eine Anlageentscheidung etwas Besonderes ist⁶⁵⁴.

d) *Relevanz der Anlageberatung für die Entscheidungsfindung*

Hohe Relevanz für den Maßstab der Anforderungen kommt auch dem Grad der Bedeutung der Anlageberatung für den Entscheidungsprozess des Anlageinteressenten zu. Je wichtiger das Beratungsgespräch für den Anlageinteressenten ist und je erheblicher die Gefahren sind, die sich aus einer unzureichenden Informationsverarbeitung ergeben, desto mehr Anstrengung kann und muss man auch verlangen können⁶⁵⁵.

Grundsätzlich muss man davon ausgehen, dass sich Anlageinteressenten bezüglich einer anstehenden Anlageentscheidung nicht nur auf Informationen aus der Anlageberatung stützen. Allerdings erscheint es unwahrscheinlich, dass sich Anlageinteressenten von mehr als einem Anlageberater unterrichten lassen. Andere Informationsquellen werden stattdessen meist wenig begründete Handlungsempfehlungen von nahestehenden Personen oder kurze Mitteilungen in Medien (v.a. Fernsehen und Internet) sein. Die Anlageberatung dürfte daher für den Durchschnittskunden die entscheidende und prägendste Informationsquelle sein. Deshalb kann man vom Anlageinteressenten auch verlangen, dass er sich einige Mühe bei der Verarbeitung der Informationen gibt, die ihm im Verlauf der Anlageberatung zur Verfügung gestellt werden.

e) *Unterstellung grundlegender intellektueller Fähigkeiten*

Schließlich gilt es noch, die grundlegenden intellektuellen Fähigkeiten des durchschnittlichen Anlageinteressenten zu bestimmen. Dabei kann man ihm zunächst unterstellen, dass er ein normales Sprachverständnis aufweist, welches die alltäglichen Dinge des Lebens komplett abdeckt⁶⁵⁶. In dem Zusammen

⁶⁵² Pfeiffer, NJW 2011, 1 (4) mwN; Für den Bereich des Versicherungsvertragsrechts BGH NJW-RR 2005, 902.

⁶⁵³ Pfeiffer, NJW 2011, 1 (4).

⁶⁵⁴ Genauere Angaben bedürfen entsprechender empirischer Erhebungen, welche – soweit ersichtlich – noch nicht vorliegen.

⁶⁵⁵ So auch: Pfeiffer, NJW 2011, 1 (5).

⁶⁵⁶ Pfeiffer, NJW 2011, 1 (6).

hang kann man ihm weiterhin das Vorhandensein von Allgemeinbildung unterstellen, zu der durchaus auch das gehört, über was in den Massenmedien berichtet wurde⁶⁵⁷. Wer sich also heute mit dem Gedanken trägt, Zertifikate zur Altersvorsorge zu erwerben, darf danach auch ohne entsprechende Belehrung nicht davon ausgehen, dass es sich dabei um mündelsichere Wertpapiere handelt⁶⁵⁸. Schließlich kann man vom Anlageinteressenten auch verlangen, dass er in der Lage ist, „Eins und Eins“ zusammenzuzählen. Dies gilt sowohl für einfache Berechnungen, als auch für grundsätzliche Zusammenhänge jedweder Art. Wem also bekannt ist, dass Aktien an Wert verlieren können und dass sich ein Aktienfonds aus verschiedenen Aktien zusammensetzt, der muss auch wissen, dass er damit Verlust machen kann. Was man demgegenüber nicht erwarten kann, sind Kenntnisse vom Kapitalmarkt, dessen Terminologie sowie Hintergründe einzelner Anlageformen soweit diese nicht zum Alltagswissen gehören⁶⁵⁹. Dabei gilt immer, was bereits bei der Frage nach der rechtliche Relevanz von Realität⁶⁶⁰ im Allgemeinen festgestellt wurde: „Anstrengung darf verlangt werden, Unmögliches nicht.“⁶⁶¹

2. Konkretisierung der behavioral finance-Komponenten des Verhaltensmodells

Die im Verhaltensmodell beschriebenen Abweichungen müssen wegen ihrer Komplexität hinsichtlich Auftreten und Auswirkungen konkretisiert werden. Das Rationalverhalten des homo oeconomicus wurde oben dahingehend beschrieben, dass er alle Information unverzerrt wahrnimmt und in seine Entscheidungsfindung einbezieht⁶⁶². In Wirklichkeit aber, kann der Anlageinteressent in jedem bestimmten Zeitpunkt nur eine begrenzte Anzahl von Informationen so verarbeiten, wie es das homo oeconomicus-Modell vorsieht. Dabei nimmt er aber auch diese Informationen nicht unverzerrt auf, sondern lässt sich von verschiedenen Faktoren, vor allem Darstellung sowie vorangegangene Informationen, in seiner Wahrnehmung beeinflussen. Neben diesen Abweichungen bei der Informationsverarbeitung ist außerdem zu beachten, dass ein stets vorhandenes Kontrollbedürfnis den Anlageinteressenten dazu verleitet, sich angesichts einer Vielzahl von Daten wohl zu fühlen, deren Grenznutzen für ihn möglicherweise schon negativ ist⁶⁶³.

Das bedeutet also, dass das Leitbild des Anlageinteressenten grundsätzlich auf dem homo oeconomicus-Modell aufbauen kann, allerdings nur, solange man ganz genau den Umfang der vermittelten Informationen sowie deren Darstellung kontrolliert. Denn prinzipiell kann man davon ausgehen, dass ein Anlageinteressent grundlegende Zusammenhänge erkennen kann und dass er sich dabei gehörig anstrengt, denn meist wird es für ihn etwas besonderes sein und auch um einiges gehen. Problematisch wird es nur, wenn es komplizierter wird und typischerweise wird es das bei einer Anlageberatung immer.

⁶⁵⁷ In diese Richtung auch BGH NJW 1990, 2383 unter II. 2. b) der Gründe.

⁶⁵⁸ Das steht allerdings nicht im Widerspruch zur der oben propagierten Pflicht des Anlageberaters, nunmehr auch über Umstände, wie etwa eine fehlende Einlagensicherung im Ausland oder das auch bei Zertifikaten bestehende Bonitätsrisiko des Emittenten aufzuklären. Denn vom Anleger wird man nicht mehr verlangen können, als dass er ein Bewusstsein für die grundsätzlich bestehende Verlustmöglichkeit hat, nicht aber, inwieweit und aus welchen Gründen diese besteht. Siehe dazu bereits oben Kapitel 2. C. II. 3. S. 13f.

⁶⁵⁹ So auch Pfeiffer, NJW 2011, 1 (6).

⁶⁶⁰ Rehberg, 2003, S. 70.

⁶⁶¹ Rehberg, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (48).

⁶⁶² Sogenannte Theorie der rationalen Erwartungen. Siehe oben unter Kapitel 4 B. II. S. 27f.

⁶⁶³ Siehe oben unter Kapitel 5 B. II. 3. a) S. 71f.

Das angepasste Anlegerleitbild für den Bereich der Anlageberatung entspricht also einem homo oeconomicus solange ihm nur eine begrenzte Anzahl von Informationen vorliegen, die außerdem so aufbereitet bzw. dargestellt werden, dass eine unverzerrte Aufnahme⁶⁶⁴ entweder möglich ist oder das Ergebnis der Informationsverarbeitung dasselbe ist.

Für die im Fortgang der Arbeit vorgeschlagenen Regulierungsänderungen heißt dies, dass stets eine Komplexitätsreduzierung bei größtmöglicher Strukturierung der angebotenen Informationen angestrebt werden muss. Gleichzeitig bedarf es deutlicher Hinweise auf die Gefahren, und zwar vor allem auch auf die, die sich aus den begrenzten Fähigkeiten der Adressaten ergeben.

⁶⁶⁴ Entsprechend des homo oeconomicus. Siehe dazu oben Kapitel 4. B. II. S. 27f.

Kapitel 7

Berücksichtigung der behavioral finance-Erkenntnisse de lege lata

A. Einführung

Auf Basis des oben erarbeiteten Leitbildes wird nun geprüft, an welchen Stellen und in welchem Umfang den Erkenntnissen der behavioral finance im Rahmen der derzeitigen Regulierung Geltung verschafft werden kann. Anknüpfungspunkte sind die anlageberatungsrelevanten Normen bzw. Tatbestandsmerkmale, die an die Informationsverarbeitungskapazität des Anlageinteressenten anknüpfen. Weil es für Anleger und Anlageberater in der Praxis meist darauf ankommt, ob Schadensersatzansprüche aufgrund fehlerhafter Anlageberatung bestehen oder nicht, werden verhaltensbezogene Anspruchsvoraussetzungen ebenfalls untersucht.

B. Aufsichtsrechtliche Anknüpfungspunkte

I. Verständlichkeit der Informationen gemäß §§ 31 Abs. 2 und Abs. 3 WpHG

Sowohl § 31 Abs. 2 WpHG als auch § 31 Abs. 3 WpHG sehen jeweils ein Verständlichkeitsgebot für übermittelte Informationen vor. Während sich das bei § 31 Abs. 3 WpHG unmittelbar aus dem Gesetzestext ergibt⁶⁶⁵, folgt dies für § 31 Abs. 2 WpHG nur mittelbar aus der Vorgabe, dass alle Informationen „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sein müssen. Für Privatanleger wird in § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV⁶⁶⁶ klar festgestellt, dass Informationen „verständlich“ zu sein haben.

In beiden Fällen ist der Verständnishorizont des durchschnittlichen Anlageinteressenten maßgeblich⁶⁶⁷. Dieser ist, auch nach dem angepassten Anlegerleitbild⁶⁶⁸, entsprechend der Ausnahmesituation und der Bedeutung der Anlageberatung⁶⁶⁹ aufmerksam und anstrengungsbereit. Das bedeutet, dass der Anlageberater einerseits die oben genannten grundlegenden intellektuellen Fähigkeiten (Logik, einfaches Rechnen) erwarten kann. Andererseits darf er aber nicht davon ausgehen, dass kompliziertere Zusammenhänge wirtschaftlicher und finanzmathematischer Art bekannt sind⁶⁷⁰. Folglich dürften sich Bera

⁶⁶⁵ § 31 Abs. 3 WpHG: „[...] Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, Kunden [...] in verständlicher Form Informationen zur Verfügung zu stellen[...].“

⁶⁶⁶ § 4 Abs. 1 S. 1 WpDVerOV: „Informationen [...] müssen [...] in einer Art und Weise dargestellt sein, dass sie für den angesprochenen Kundenkreis verständlich sind.“

⁶⁶⁷ Zum Maßstab des individuellen Verständnishorizonts im Rahmen des zivilrechtlichen Verständlichkeitsgebots: siehe oben Kapitel 2 C. II. S. 12f.

⁶⁶⁸ Siehe dazu oben Kapitel 6 C. S. 92f.

⁶⁶⁹ Siehe dazu oben Kapitel 6. C. II. 1. c) S. 95f.

⁶⁷⁰ *Rothenhöfer* in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 Rdnr. 172.

tung zu und Empfehlung von bestimmten Finanzinstrumenten, wie etwa Zertifikaten⁶⁷¹, nur schwer mit dem Verständlichkeitsgebot in Übereinstimmung bringen lassen.⁶⁷² Für den Anlageberater gilt ganz allgemein, dass dem Gebot der Verständlichkeit nur dann genügt ist, wenn es den Risiken entspricht, die mit der Anlageberatung verbunden sind⁶⁷³.

Mit Blick auf die Erkenntnisse der behavioral finance kann man über Finanzinstrumente, für die man bereits zu ihrer Beschreibung eine Vielzahl unterschiedlichster Daten vermitteln muss, nur dann verständlich informieren, wenn man die für den Anlageinteressenten wesentlichen Fakten⁶⁷⁴ in überschaubarem Rahmen darstellen kann. Was noch überschaubar ist, orientiert sich einerseits an der Informationsaufnahmekapazität des durchschnittlichen Anlageinteressenten⁶⁷⁵ und andererseits an den zu unterstellenden Vorkenntnissen⁶⁷⁶. Was als Allgemeinbildung vorausgesetzt werden darf, muss nicht nochmals erläutert werden und lässt Platz für andere mitteilungspflichtige Fakten.

Entscheidend ist jedenfalls, und darin liegt der Hauptunterschied zwischen der Auslegung des Verständlichkeitsgebots aus Sicht der behavioral finance und dem Verständnis dieser Pflicht nach dem Rationalmodell, der Umfang der Informationen. Es kommt nicht allein darauf an, dass jede einzelne Information für sich verständlich ist, sondern vor allem darauf, dass dies auch für die Gesamtheit aller Belehrungen gilt⁶⁷⁷. Die §§ 31 Abs. 2 und Abs. 3 WpHG schreiben jedoch einen Umfang an Pflichtinformationen vor, der dem nicht genügen kann. Zwar kann man für jede einzelne Erläuterung verlangen, dass sie dem Verständnishorizont des Durchschnittsanlegers angepasst ist, jedoch schließt gerade der Umfang an Pflichtinformationen die Verständlichkeit des Ganzen quasi aus⁶⁷⁸. Eine Berücksichtigung der behavioral finance-Erkenntnisse im Rahmen des Verständlichkeitsgebots der §§ 31 Abs. 2 und 3 WpHG ist bei der aktuellen Rechtslage nicht möglich. Wohl auch deswegen gibt es nun auch den § 31 Abs. 3a WpHG⁶⁷⁹.

⁶⁷¹ Märker, NJOZ 2010, 524 (527).

⁶⁷² Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 14 in Fn. 7 auf S. 1282

⁶⁷³ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 14.

⁶⁷⁴ Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 14.

⁶⁷⁵ Relevant ist hier die Menge an gleichzeitig präsenten Informationseinheiten (*chunks*). Siehe dazu oben Kapitel 5 B. II. 3. a) S. 71f.

⁶⁷⁶ Im Ergebnis ebenso Rothenhöfer in: Schwark/Zimmer 4. Aufl., § 31 Rdnr. 172; Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 31. Siehe dazu bereits Kapitel 6 C. II. 1. e) S. 95f.

⁶⁷⁷ So auch Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 31.

⁶⁷⁸ In diesem Sinne auch Koller in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 31.

⁶⁷⁹ Dazu sogleich.

II. Produktinformationsblatt („Beipackzettel“) gemäß § 31 Abs. 3a WpHG, § 5a WpDVerOV

Die Einführung der Informationsblätter bei der Anlageberatung⁶⁸⁰ könnte als konsequente Umsetzung kognitionspsychologischer Erkenntnisse angesehen werden. Weil Anlageinteressenten (trotz Bedeutung und Seltenheit der Anlageberatung) nicht in der Lage sind, die vorgeschriebenen Pflichtinformationen in ihrer Gesamtheit aufzunehmen, bekommen sie jetzt eine Kurzfassung. Kernpunkt der Regelung ist die Umfangsbeschränkung der Beipackzettel auf zwei, maximal drei Seiten⁶⁸¹. Damit wird ein zentraler Aspekt des behavioral finance-basierten Anlegerleitbildes, nämlich die grundsätzlich begrenzte Informationsaufnahme Kapazität, beachtet.

Es ist daneben aber auch wichtig, die Art und Weise der Darstellung so zu gestalten, dass eine Einflussnahme durch den Anlageberater verhindert wird. Dazu gibt § 31 Abs. 3a WpHG noch nichts Konkretes vor, es besteht mit § 31 Abs. 11 Nr. 2a WpHG aber die Möglichkeit, eine konkretisierende Rechtsverordnung zu erlassen. Die Aufmachung muss nach § 31 Abs. 3a WpHG jedenfalls „leicht“ verständlich sein und die Inhalte dürfen nicht irreführend sein. Aus dem Gebot der leichten Verständlichkeit kann man zunächst schließen, dass vom Anlageinteressenten weniger Verständnissfähigkeit, zumindest aber weniger Anstrengung, gefordert werden kann, als bei den Pflichtinformationen nach §§ 31 Abs. 2 und Abs. 3 WpHG. Die Konkretisierungen in § 5a WpDVerOV verpflichten zumindest zu einer „übersichtlichen“ Darstellung, allerdings lässt dies einerseits noch jede Menge Spielraum bei der Aufmachung im Einzelfall und andererseits bleibt so auch die Möglichkeit, für jedes Finanzinstrument einen anderen Aufbau zu wählen. Wenn sich also zeigt, dass Anlageberater nicht von selbst brauchbare Produktinformationsblätter vorlegen, so muss dies ähnlich wie in der Verordnung (EU) 583/2010 der Kommission⁶⁸² geregelt werden. Dabei sollte zusätzlich darauf geachtet werden, dass keine kognitionspsychologischen Anker gesetzt werden⁶⁸³ und keine Vergleiche möglich sind, die eine Repräsentativität implizieren, wo keine ist⁶⁸⁴. Vor allem aber muss vorgeschrieben werden, dass die Risiken am Anfang (wenn die Aufmerksamkeit noch groß ist) dargestellt und am Ende (damit es sich noch einmal einprägt) wiederholt werden⁶⁸⁵.

Auch wenn die Neuregelung nur für Anlageberatungen gilt, ist damit zumindest ein richtiger Schritt in Richtung einer an der Wirklichkeit ausgerichteten Anlegerschutzregulierung getan. Damit bleiben zwar all die Anlageinteressenten außen vor, die ohne Beratung eine Anlageentscheidung treffen, allerdings dürfte das Festhalten am Konstrukt der stillschweigend geschlossenen Beratungsverträge für Abhilfe sorgen. Solange quasi durch das Betreten der Räume eines Anlageberaters ein Vertrag geschlossen wird⁶⁸⁶, dürfte eine Ausweitung des Adressatenkreises nicht nötig sein.

⁶⁸⁰ Siehe dazu bereits oben Kapitel 4 D. VII. S. 52f.

⁶⁸¹ Je nach Produktkomplexität, § 5a WpDVerOV.

⁶⁸² Siehe oben unter Kapitel 4 D. VII. S. 52f.

⁶⁸³ Siehe dazu oben Kapitel 5 B. II. 2. a) S. 68f.

⁶⁸⁴ Siehe dazu oben Kapitel 5 B. II. 2. b) S. 70f.

⁶⁸⁵ Siehe dazu oben Kapitel 5. B. II. 3. c) S. 74f.

⁶⁸⁶ *Ekkenga* in: MüKo-HGB 2. Aufl., Effktengeschäfte Rdnr. 297.

III. Aufklärung über Verhaltensrisiken bei der Anlageberatung gemäß § 31 Abs. 3 WpHG

Das Verhaltensrisiko⁶⁸⁷ ist die Gefahr, die sich aus den kognitiven Beschränkungen des Anlageinteressenten ergibt und sich im Laufe der Anlageberatung durch Fehlbewertungen realisieren kann. Dass dieses Risiko nicht nur besteht, sondern sich auch regelmäßig verwirklicht, wurde bereits festgestellt⁶⁸⁸. Eine entsprechende Aufklärung ist also geboten, wenn man dem Anlageinteressenten die Möglichkeit geben will, sich selbst zu reflektieren, sein Verhalten zu überprüfen und entsprechend anzupassen.

Gemäß § 31 Abs. 3 WpHG muss der Anlageberater über alle Gefahren im Zusammenhang mit der Anlageberatung aufklären⁶⁸⁹. Es wurde bereits aufgezeigt, dass der Gesetzgeber dabei vor allem die Risiken im Sinn hat, die sich aus einem Effekten- oder Geldmarktgeschäft ergeben. Obwohl in § 31 Abs. 3 WpHG gefordert wird, dass der Anlageinteressent alle Information bekommt, die notwendig sind um die Risiken der jeweiligen Wertpapierdienstleistung zu verstehen, beziehen sich die konkretisierenden Ausführungen in § 31 Abs. 3 S. 3 WpHG nicht auf die Gefahren, die sich aus der Inanspruchnahme der Anlageberatung selbst ergeben. Das folgt zwar noch nicht unbedingt aus dem Katalog des § 31 Abs. 3 S. 3 Nr. 1 – 4 WpHG, da dieser zumindest in seiner Nr. 1 von Informationen spricht, die sich auf (sämtliche) Dienstleistungen beziehen. Allerdings findet sich in § 5 Abs. 2 WpDVerOV, der den § 31 Abs. 3 WpHG konkretisiert, nichts, was auf eine Aufklärungspflicht bezüglich des Verhaltensrisikos bei der Anlageberatung hindeutet. Stattdessen findet sich dort in Bezug auf Dienstleistungen nur die Pflicht, über Art, Häufigkeit und Zeitpunkt von Berichten gemäß § 31 Abs. 8 WpHG zu informieren. Darüber hinaus werden die Dienstleistungen nicht mehr behandelt. Alle anderen Konkretisierungen in § 5 WpDVerOV beziehen sich auf die Risiken von Finanzinstrumenten.

Obwohl also die Anlageberatung im Katalog der Wertpapierdienstleistungen des § 2 Abs. 3 WpHG erfasst ist und sich § 31 Abs. 3 WpHG seinem Wortlaut nach auch auf alle Wertpapierdienstleistungen bezieht, spricht der Katalog des § 5 WpDVerOV dafür, dass de lege lata nicht über die genuinen Risiken der Anlageberatung aufgeklärt werden muss. Der Gesetzgeber hat sich für bestimmte Grundannahmen zum Entscheidungsverhalten der Anlageinteressenten entschieden. Seine Vorstellung vom Anlageinteressenten als quasi rational und lediglich informierungsbedürftig schließt die Anerkennung von Verhaltensrisiken aus. D.h. also, auch wenn die Prämisse des Rationalmodells unzutreffend sein mag, lässt ihre Verwendung durch den Gesetzgeber die Annahme zu, dass eine Pflicht zur Aufklärung de lege lata nicht besteht. Andererseits ist der Wortlaut der Vorschrift eindeutig – es ist über alle Risiken aufzuklären. Allerdings hat auch die Rechtsprechung bisher noch keine Pflicht zur Aufklärung über das Verhaltensrisiko angenommen, so dass bislang keine solche Pflicht besteht.

IV. Verständnisprüfung im Rahmen des Geeignetheitstests nach § 31 Abs. 4, 4a WpHG

Ein Anlageberater darf gemäß § 31 Abs. 4a WpHG nur dann eine Anlageempfehlung abgeben, wenn das empfohlene Anlageobjekt für den Anlageinteressenten geeignet ist. Dies ist es dann, wenn es seinen Anla

⁶⁸⁷ Siehe oben unter Kapitel 4 C. II. 2. c) S. 32f.

⁶⁸⁸ Siehe oben unter Kapitel 5 B. S.66f.

⁶⁸⁹ § 31 Abs. 3 WpHG: „Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, Kunden [...] Informationen zur Verfügung zu stellen, [...] damit die Kunden [...] die Risiken der [...] Wertpapierdienstleistungen verstehen [...].“

gezielen entspricht, das damit verbundene Risiko für ihn tragbar ist und er dieses Risiko mit seinen individuellen Kenntnissen und Erfahrungen verstehen kann⁶⁹⁰. Augenfällig bietet sich insbesondere die Prüfung des Verstandenen an, um Abweichungen des individuellen Anlegers vom Rationalmodell, etwa in Form von Fehlbewertungen durch Heuristiken, zu begegnen.

Oben wurde bereits geklärt, dass die abzufragenden „Kenntnisse und Erfahrungen“ nicht die kognitiven Eigenschaften des Anlageinteressenten erfassen, sondern an der formalen Ausbildung und dem Umfang der bisher getätigten Geschäfte ansetzen⁶⁹¹. Für eine Verständnisprüfung kommt es aber nicht auf die Kenntnisse und Erfahrungen des jeweiligen Anlageinteressenten an, sondern darauf, ob er die mit der zu empfehlenden Anlage verbundenen Risiken zutreffend erfasst. Zu überprüfen wäre einzig und allein, ob dem Anlageinteressenten wirklich klar ist, dass er meist ein bestimmtes Verlustrisiko und lediglich begrenzte Gewinnchancen hat und welche Bedingungen zu deren Realisierung führen⁶⁹². Sofern der Anlageinteressent Fehlbewertungen unterliegt, die z.B. durch einen erfolgreich gesetzten Anker oder mittels einer fehlgelaufenen Repräsentativitätsheuristik entstanden sind, müssten sich diese hier zeigen. Denn schließlich weicht in diesem Fall die Bewertung der Chancen und Risiken von der ökonomisch korrekten Bewertung ab. Die Frage ist nur, wie eine solche Verständnisprüfung in concreto aussehen kann und ob eine entsprechende Pflicht des Anlageberaters noch von § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG vorge-schrieben wird.

Zur Frage, ob eine Pflicht zur Prüfung der kognitiven Fähigkeiten besteht, wurde bereits fest-gestellt⁶⁹³, dass es dazu an konkreten Vorgaben zur Art und Weise der Durchführung, insbesondere auf Grundlage der abgefragten Kenntnisse und Erfahrungen, mangelt. Die Schwierigkeiten der Verständnis-prüfung beginnen bereits bei der Problematik der richtigen Prüfungsfragen. Mit einem einfachen: „Haben Sie das jetzt verstanden?“ ist es nicht getan, schließlich täuschen sich die Anlegerinteressenten im Zweifel genau darüber oder sie tun so, „als ob“⁶⁹⁴ sie es verstanden hätten. Ein nicht an äußerlich er-kennbare Umstände anknüpfendes Element, wie die individuelle Verständnisfähigkeit, könnte man mög-licherweise prüfen, indem der Anlageinteressent aufgefordert wird, mit seinen eigenen Worten wiederzu-geben, was ihm gerade erklärt wurde. Das Gesetz sieht eine solche Beteiligung des Anlageinteressenten und eine Prüfung der kognitiven Fähigkeiten durch den Anlageberater jedoch nicht vor⁶⁹⁵. Wie bereits festgestellt, ist eine solche Prüfung ohne konkrete Vorgaben zu Modus und Auswertung nicht als Pflicht aus dem Gesetz ableitbar. Außerdem läge die Prüfung in der Hand des Anlageberaters. Der Anlageberater wäre also verpflichtet, zunächst ordnungsgemäß zu belehren, dann das Verstandene abzufragen und schließlich anhand des Ergebnisses gegebenenfalls eine Empfehlung abzulehnen. Angesichts der Tatsache, dass der Großteil der Anlageberater von Verkaufsprovisionen lebt, eine wenig realistische Vorstellung.

Wegen der Komplexität der Materie, lässt sich de lege lata keine Pflicht für einen Test der indivi-duellen Verständnisfähigkeit aufstellen, soweit ein Test über die schematische Verknüpfung von Kenntnis-sen und Erfahrungen mit einem unterstellten Verständnishorizont hinausgeht⁶⁹⁶. Nur ein so verstande-ner Test dürfte auch den derzeitigen Vorstellungen des Gesetzgebers entsprechen, da dieser an anderer

⁶⁹⁰ Siehe dazu bereits ausführlich oben unter Kapitel 4 D. I. 4. S. 39f.

⁶⁹¹ Siehe dazu oben Kapitel 4 D. I. 4. S. 39f.

⁶⁹² So auch *Spindler*, NJW 2011, 1920 (1921 unter III.).

⁶⁹³ Siehe dazu oben Kapitel 4 D. I. 4. S. 39f.

⁶⁹⁴ Siehe dazu oben Kapitel 5 B. II. 3. b) S. 73f.

⁶⁹⁵ Zu den in Zukunft möglichen Regelungen der Anlageberatung siehe unten Kapitel 8. S. 111f.

⁶⁹⁶ Ebenso: *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 46.

Stelle, nämlich in § 31 Abs. 9 WpHG, den Schluss von (unterstellten) Kenntnissen und Erfahrungen auf die Verständnisfähigkeit zieht⁶⁹⁷. Eine Prüfung des individuellen Verständnishorizonts ist also de lege lata keine aufsichtsrechtliche Pflicht des Anlageberaters.

C. Zivilrechtliche Anknüpfungspunkte

I. Einführung

Da die Anlageberatungsverträge meist stillschweigend geschlossen werden, besteht grundsätzlich die Möglichkeit für die Berücksichtigung der behavioral finance-Erkenntnisse im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung. Zu berücksichtigen ist zwar, dass von Rechtsprechung und Gesetzgeber ein wesentlicher Gleichlauf von aufsichts- und vertraglichen Regeln beabsichtigt ist⁶⁹⁸, jedoch gilt dies nur für den Mindeststandard⁶⁹⁹. Strengere Regeln können sich also durchaus aus dem Vertrag ergeben⁷⁰⁰. Die Harmonisierungsabsicht der europäischen Rechtsgrundlage steht dem auch nicht entgegen, da auch dort nur die Schaffung eines Mindestschutzes beabsichtigt ist und nicht eine Begrenzung⁷⁰¹.

II. Vertragliche Anlageberatungspflichten

1. Verständlichkeit der Anlageberatung

Für die Umsetzung des angepassten Anlegerleitbildes und die Berücksichtigung von Erkenntnissen der behavioral finance bietet sich insbesondere das Gebot der verständlichen Anlageberatung an. Wie oben dargestellt, unterscheiden sich das aufsichtsrechtliche und das zivilrechtliche Verständnis der Anlageberatung⁷⁰². Während es bei Ersterem nur auf eine individuelle Empfehlung ankommt und sich die vorge-schaltete Aufklärung am Durchschnittsanleger orientieren darf, hat die Anlageberatung nach zivilrechtlichem Verständnis die ordentliche Aufklärung des individuellen Anlageinteressenten zum Gegenstand. Das Gebot der anleger- und objektgerechten Anlageberatung fordert schließlich von jeher die Beratung des jeweiligen Kunden unter Betrachtung der ihm eigenen Besonderheiten. Anders als im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Informationsvorgaben, schreibt die zivilrechtliche Beratungspflicht also eine Berücksichtigung des individuellen Verständnishorizonts grundsätzlich vor. Das bedeutet, dass sich auch das Maß der Verständlichkeit in jedem Einzelfall am konkreten Gegenüber zu orientieren hat⁷⁰³.

⁶⁹⁷ § 31 Abs. 9 WpHG: „Bei professionellen Kunden [...] ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen seiner Pflichten nach Absatz 4 berechtigt, davon auszugehen, dass sie [...] über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit den Geschäften [...] einhergehenden Risiken zu verstehen [...]“.

⁶⁹⁸ *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.130.

⁶⁹⁹ *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 5.64f.

⁷⁰⁰ *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 5.65.

⁷⁰¹ Siehe dazu bereits oben Kapitel 2. C. III. S. 16f.

⁷⁰² Siehe dazu bereits oben Kapitel 2. A. S. 4f.

⁷⁰³ Siehe dazu bereits oben Kapitel 2. C. II. S. 12f.

Ein Instrument zur individuellen Bewertung der Verständlichkeit durch das Gericht kann die Lehre vom Gesamteindruck sein⁷⁰⁴. Nach dieser – vom BGH ursprünglich zur Prospekthaftung⁷⁰⁵ entwickelten – Vorgabe kommt es für die Verständlichkeit darauf an, ob sich aus der Gesamtheit der angegebenen Informationen ein zutreffender Eindruck vom beschriebenen Objekt ergibt oder nicht. Das kann bedeuten, dass zwar alle Einzelfakten für sich „dem Buchstaben nach“⁷⁰⁶ richtig sind, die Art und Weise der Darstellung aber zu einem unrichtigen Gesamteindruck führt⁷⁰⁷. Auch wenn die Lehre vom Gesamteindruck bei ihrer Entwicklung im Prospekthaftungsrecht den durchschnittlichen Anleger als Maßstab für die Verständlichkeit angelegt hat⁷⁰⁸, kann sie auch bei einer individuellen Prüfung verwendet werden. Denn die Verwerflichkeit eines unzutreffenden Gesamteindrucks hängt nicht vom Maßstab ab, sondern vom Bestehen des Verständlichkeitsgebots. Ergibt sich also aus einer Prüfung des individuellen Verständnishorizonts, dass die Art und Weise der Darstellung einen unzutreffenden Gesamteindruck vermittelt, war die Beratung nicht verständlich.

Ähnlich hilfreiche Orientierung kann auch die aus dem US-amerikanischen Rechtsraum stammende *buried facts doctrine*⁷⁰⁹ bieten. Danach sind Informationen, die zwar formell offengelegt wurden, dabei aber durch Platzierung in Fußnoten oder Anhängen quasi versteckt werden, wie nicht veröffentlicht zu behandeln. Hintergrund ist die Einsicht, dass die limitierte Informationsverarbeitungskapazität der Anleger durch solches Verstecken ausgenutzt wird, weil damit zu rechnen ist, dass die betroffenen Daten nicht beachtet oder zumindest unzutreffend gewürdigt werden⁷¹⁰. Diese Situation ist dann nicht anders zu beurteilen, als wenn die fraglichen Informationen fehlen oder gänzlich falsch sind⁷¹¹.

Entscheidender Bedeutung für die Effektivität der genannten Hilfsmittel kommt in diesem Zusammenhang der Dokumentationspflicht bzw. dem Beratungsprotokoll als Beweismittel zu⁷¹². Dazu sollte die Dokumentation zunächst nicht allein nach dem Inhalt des Beratungsgesprächs, sondern zusätzlich auch genau anhand des chronologischen Gesprächsverlaufes erfolgen. So lässt sich feststellen, wann und in welchem Zusammenhang gesagt wurde. Ergibt sich dann anhand des Protokolls, dass wichtige Informationen aus dem Zusammenhang gerissen oder dass wichtige Fakten nicht im Gespräch erwähnt, sondern in schriftlichen Unterlagen „versteckt“ wurden, kann dies zur Verneinung der Verständlichkeit der Anlageberatung führen.

Im Rahmen der zivilrechtlichen Verständlichkeitsprüfung lassen sich also das angepasste Anlegerleitbild, sowie grundlegende Erkenntnisse der behavioral finance bereits *de lege lata* umsetzen.

⁷⁰⁴ In diese Richtung auch: *Klöhn*, 2006, Rdnr. 206.

⁷⁰⁵ BGH Urt. v. 12.07.1982, Az.: II ZR 175/81, NJW 1982, 2823 (2824).

⁷⁰⁶ BGH Urt. v. 12.07.1982, Az.: II ZR 175/81, NJW 1982, 2823 (2824).

⁷⁰⁷ *Noack/Holzborn* in: Schwark 3. Aufl., § 12 WpÜG Rdnr. 8.

⁷⁰⁸ BGH Urt. v. 12.07.1982, Az.: II ZR 175/81, NJW 1982, 2823 (2824); *Noack/Holzborn* in: Schwark 3. Aufl., § 12 WpÜG Rdnr. 9.

⁷⁰⁹ Dazu *Schindele*, Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt: eine Studie zur deutschen und US-amerikanischen Rechtslage, 2008, S. 92; *Klöhn*, 2006, S. 206 jeweils mwN.

⁷¹⁰ *Klöhn*, 2006, S. 206.

⁷¹¹ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1 (14).

⁷¹² Siehe dazu oben Kapitel 4. D. VI. S. 50f.

2. Aufnahme eines § 31 Abs. 4 WpHG entsprechenden Geeignetheitstests in den (konkludenten) Vertrag

Eine weitere Möglichkeit, die Erkenntnissen der behavioral finance einzubeziehen, wäre die unmittelbare Übernahme des Geeignetheitstests nach § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG als Vertragspflicht. Dabei müsste der Anlageberater durch eine Verständnisprüfung testen, ob der Anleger wirklich verstanden hat, was ihm erklärt wurde⁷¹³.

Auch wenn die Pflicht zur anleger- und objektgerechten Beratung bereits jetzt vorgibt, dass man keine ungeeigneten Finanzinstrumente empfehlen darf⁷¹⁴, so sind Anlageberater bisher lediglich auf sichtsrechtlich ausdrücklich dazu verpflichtet, geeignete Finanzinstrumente zu empfehlen⁷¹⁵. Ein Anleger kann sich in einem Schadensersatzprozess nicht unmittelbar auf § 31 Abs. 4 WpHG berufen, da ein Verstoß gegen die aufsichtsrechtliche Regelung lediglich ein Bußgeld nach § 39 Abs. 2 Nr. 16 WpHG nach sich ziehen kann.

Für Anleger wäre es aber vorteilhaft, einen konkreten vertraglichen Anspruch zu haben. Denn dieser würde, so er sich an § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG orientiert, einerseits ganz konkrete Vorgaben liefern, die dann auch Schritt für Schritt geprüft werden könnten, und andererseits würde man zu erwartende Schwierigkeiten bei der Bewertung der jeweils erfolgten Aufklärung umgehen, weil der Test bereits davor ansetzt⁷¹⁶. Bevor sich also z.B. die Art und Weise der Darstellung oder die verschiedene Heuristiken auf die Informationsverarbeitung und deren Ergebnis auswirken können, würde so dafür gesorgt, dass von vornherein nur geeignete Finanzinstrumente zur Debatte stünden.

Für die Übernahme spricht weiterhin, dass die Pflicht zur anleger- und objektgerechten Beratung bereits jetzt im Wesentlichen dem Geeignetheitstest des § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG entspricht. In beiden Fällen sind die individuellen Eigenschaften des Anlageinteressenten im Bezug zu einem Anlageobjekt zu setzen und die Anlageberatung entsprechend dem individuellen Verständnishorizont zu gestalten. Schließlich könnte sich das Gericht bei der Übernahme an den konkreten Anforderungen des § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG orientieren, was den angestrebten Gleichlauf von aufsichts- und zivilrechtlicher Regulierung der Anlageberatung voranbringen würde.

⁷¹³ Siehe dazu oben Kapitel 7. B. IV. S. 101; dafür auch *Spindler*, NJW 2011, 1920 (1921 unter III.).

⁷¹⁴ *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (51); *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627 (631); *Lang/Kühne*, WM 2009, 1301 (1306).

⁷¹⁵ Siehe dazu oben Kapitel 2. B. I. 3. S. 8f.

⁷¹⁶ *Brinckmann*, BKR 2010, 45 (51f).

III. Kausalität und Schaden

1. Kausalität: die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens

Eingangs wurde die Frage aufgeworfen, ob sich an der Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens⁷¹⁷ (VaV) etwa ändern muss. Dabei handelt es sich um eine Form des Anscheinsbeweises⁷¹⁸ zugunsten des Anlageinteressenten⁷¹⁹. Kann jener einen Verstoß gegen eine Aufklärungspflicht bzw. Beratungspflicht des Anlageberaters nachweisen, begründet dies die tatsächliche Vermutung, dass der Verstoß ursächlich für die Anlageentscheidung und den Schaden war⁷²⁰. Der Anlageberater muss dann beweisen, dass der Anleger das betroffene Finanzinstrument auch erworben hätte, wenn er ordnungsgemäß beraten worden wäre⁷²¹.

Die darin zum Ausdruck kommende Unterstellung eines rationalen Anlegerverhaltens steht im Widerspruch zu einer grundsätzlichen Einsicht des BGH zur Entstehung von Anlageentscheidungen. Der BGH hat nämlich wiederholt festgestellt, dass eine Anlageentscheidung grundsätzlich nicht rational ist, sondern einen „durch vielfältige rationale und irrationale Faktoren, insbesondere teils spekulative Elemente beeinflussten, sinnlich nicht wahrnehmbaren individuellen Willensentschluss“ darstellt⁷²². Es stellt sich also die Frage, wie sich die VaV, welche ja dem Anschein nach ein rationales Anlegerverhalten voraussetzt, mit dieser Einschätzung des Entscheidungsverhaltens vereinbaren lässt.

Der Unterschied zwischen beiden Fällen liegt in der Rechtsbeziehung des Anlageinteressenten zu demjenigen, dessen Verhalten kausal für eine Entscheidung war bzw. gewesen sein soll. Die VaV kommt nur dann zur Anwendung, wenn ein Anlageberater gegen vertragliche Pflichten verstoßen hat. Auf die Irrationalität der Anlageentscheidung bezieht sich die Rechtsprechung demgegenüber immer dann, wenn Anlageentscheidungen außerhalb einer Rechtsbeziehung getroffen werden, also z.B. bei einem Kauf aufgrund einer fehlerhaften Ad Hoc-Mitteilung⁷²³.

Daran kann man erkennen, dass es sich bei der VaV um die Konsequenz aus dem Schutzzweck der verletzten Aufklärungs- bzw. Beratungspflicht geht⁷²⁴. Da die vertraglichen Pflichten dazu dienen sollen, dem Anlageinteressenten die Risiken im Zusammenhang mit der avisierten Entscheidung aufzuzeigen, ist die VaV die Konsequenz aus dem Verstoß gegen die Informationspflicht⁷²⁵. Andernfalls würde man verlangen, dass der Anleger trotz positiv festgestellter Pflichtverletzungen des Anlageberaters bewei

⁷¹⁷ Siehe oben Kapitel I A. S. 1f.

⁷¹⁸ Statt vieler: *Hofmann*, 2007, Rdnr. 243, 246, 250, der sich dezidiert mit der dogmatischen Einordnung der VaV auseinandersetzt.

⁷¹⁹ BGH, Urt. v. 12.05.2009, Az.: XI ZR 586/07, zitiert nach *Juris* LS 2, Rdnr. 22.

⁷²⁰ Während bis BGH Urt. v. 08.05.2012, Az.: XI ZR 262/10, NJW 2012, 2427 davon auszugehen war, dass dies nur dann gilt, wenn dem Anlageinteressenten in diesem Fall vernünftigerweise nur eine Entscheidungsoption (konkret: von der letztlich getroffenen Anlageentscheidung abzusehen) offengestanden hat, ist jetzt auch ein hypothetischer Entscheidungskonflikt beim Anleger für die Beweislastumkehr unschädlich. Denn der pflichtwidrig Handelnde soll nicht durch die zusätzliche Hürde für den Anleger begünstigt werden.

⁷²¹ BGH, Urt. v. 12.05.2009, Az.: XI ZR 586/07, zitiert nach *Juris* LS 2, Rdnr. 22.

⁷²² BGH, Urt. v. 19. 7. 2004, Az.: II ZR 218/03 NJW 2004, 2664 (2666).

⁷²³ BGH, Urt. v. 19. 7. 2004, Az.: II ZR 218/03 NJW 2004, 2664 (2666).

⁷²⁴ *Stackmann*, NJW 2009, 3265 (3267); *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.399.

⁷²⁵ BGH Urt. v. 5. 7. 1973, Az.: VII ZR 12/73, NJW 1973, 1688 (1689); *Stackmann*, NJW 2009, 3265 (3267).

sen muss, dass er sich an dem Verstoß nicht gestört und seine Entscheidung dennoch so getroffen hätte⁷²⁶. Damit würde man den Schutzzweck der Aufklärungs- und Beratungspflichten unterlaufen. Aus der VaV ergibt sich also nicht das Anlegerleitbild eines rationalen Entscheiders. Es handelt sich lediglich um ein Instrument zur Linderung einer etwaigen Beweisnot des Anlageinteressenten, welches man als eine Quasi-Sanktion des erfolgten Pflichtverstoßes ansehen muss. So besteht also kein Widerspruch zwischen den scheinbar gegensätzlichen Ansichten, denn der Anscheinsbeweis der VaV setzt sich nicht über die ansonsten zutreffende Ansicht hinweg, dass eine Anlageentscheidung grundsätzlich rational nicht fassbar ist.

Für die Frage nach der Möglichkeit zur Berücksichtigung von Erkenntnissen der behavioral finance bedeutet dies, dass sich nichts an der VaV ändern muss. Wo Rationalität zum Vorteil des Anlegers unterstellt wird und die Rechtsprechung dies im Bewusstsein der ansonsten grundsätzlich irrationalen Entscheidungen tut, gibt es keinen Grund für eine Änderung.

2. Mitverschulden

Ein Mitverschulden nach § 254 Abs. 1 BGB kommt in Betracht, wenn der Anlageinteressent bei seiner Entscheidung nicht die Sorgfalt an den Tag legt, die geboten ist, um Gefahren, Risiken und Schäden von sich abzuhalten⁷²⁷. Dabei hat die Rechtsprechung aber gerade in jüngerer Zeit sehr enge Grenzen⁷²⁸ für die Berücksichtigung eines möglichen Mitverschuldens im Verhältnis von Anlageberater und Anlageinteressent gezogen⁷²⁹. Im Grunde genommen, kommt ein Mitverschulden des Anlageinteressenten nicht in Betracht, wenn er seinem Anlageberater aufgrund der vertraglichen Beziehungen vertrauen durfte.

Deswegen ist der Anlageinteressent z.B. nicht verpflichtet, die Angaben des Anlageberaters anhand eines übergebenen Prospekts zu überprüfen⁷³⁰. Selbst wenn sich herausstellt, dass der Anlageberater einen Beratungsfehler gemacht hat, folgt daraus keine Veranlassung für den Anlageinteressenten, anhand des Prospekts nach weiteren Pflichtverstößen zu suchen⁷³¹. Die zitierten Urteile ergingen zwar zu Fragen der Verjährung von Schadensersatzansprüchen wegen fehlerhafter Beratung, beziehen sich dabei aber auch auf die Frage, wann ein Mitverschulden vorliegt⁷³². Hintergrund der Entscheidungen ist die Annahme, dass der Anlageinteressent den Anlageberater ja gerade deswegen aufsucht, weil ihm die Kompetenz zur sachgerechten Entscheidung fehlt⁷³³. Folglich kann man nicht von ihm erwarten, den Prospekt sachkundig auszuwerten.

Ein Mitverschulden muss sich der Anlageinteressent allenfalls dann zurechnen lassen, wenn er Hinweise und Warnungen von Dritten unbeachtet lässt oder sich trotz differenzierender Anmerkungen des Anlageberaters für ein bestimmtes Finanzinstrument entscheidet⁷³⁴. Das Gleiche gilt auch für den

⁷²⁶ *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.401.

⁷²⁷ *Wagner*, DStR 2005, 1449 (1451).

⁷²⁸ v. *Heymann/Edelmann* in: *Assmann/Schütze*, 2007, § 4 Rdnr. 119.

⁷²⁹ Ausführlich dazu *Schwintowski/Schäfer*, Bankrecht, 2011, S. 718f.

⁷³⁰ BGH Urt. v. 08.07.2010, Az.: III ZR 249/09, NZG 2010, 947; BGH Urt. v. 13.01.2004, Az.: XI ZR 355/02 unter 2. f) der Gründe.

⁷³¹ BGH Urt. v. 22.07.2010, Az.: III ZR 203/09, NZG 2010, 1026.

⁷³² BGH Urt. v. 08.07.2010, Az.: III ZR 249/09, Rdnr. 21, NZG 2010, 947.

⁷³³ *Schwintowski/Schäfer*, 2011, S. 719.

⁷³⁴ *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.414; *Schwintowski/Schäfer*, 2011, S. 720 jeweils mwN.

Fall, dass der Anlageinteressent im Rahmen der Exploration durch den Anlageberater unzutreffende Angaben zu seiner Person (insbesondere Erfahrungen, Kenntnisse und Risikobereitschaft) macht⁷³⁵.

Wegen dieser Einschränkung des möglichen Mitverschuldens wird der Rechtsprechung vorgeworfen, den Anlageinteressenten mit dem „absolut unmündigen, fast schon pathologisch dummen und fahrlässig unaufmerksamen Durchschnittsverbraucher“ gleichzusetzen⁷³⁶. Diese Einschätzung lässt aber außer Acht, dass mit dieser Rechtsprechung verhindert werden soll, dass ein Verstoß gegen Beratungspflichten durch die Existenz eines ordnungsgemäßen Prospekts schadensersatzrechtlich nivelliert würde. Mit anderen Worten, gäbe man dem Anlageinteressenten auf, die Aussagen des Anlageberaters anhand des Prospektes zu überprüfen, würde man ihm unterstellen, dass er eigentlich gar keine Beratung braucht, weil er ausreichende Fachkenntnisse besitzt, um die Angaben im Prospekt richtig zu deuten⁷³⁷. Dadurch würde der Anlageberater privilegiert, der sich mithilfe eines korrekten Prospektes für unzutreffende Angaben im Gespräch exkulpieren könnte. Dies würde aber dem Zweck der Informations- und Beratungspflichten zuwider laufen⁷³⁸. Man erkennt von diesem Standpunkt aus, dass sich auch in dieser Rechtsprechung nicht ein bestimmtes Anlegerleitbild manifestiert, sondern wiederum lediglich eine Konsequenz aus den Beratungspflichten gezogen wird. Ähnlich wie bei der VaV soll ein Pflichtverstoß des Anlageberaters nicht über den Umweg des Mitverschuldens zum Nachteil des Anlageinteressenten führen.

Die Erkenntnisse der behavioral finance gebieten also keine Überarbeitung, weil die Gerichte nicht auf einen bestimmten Verständnishorizont abstellen, sondern einen Pflichtverstoß des Anlageberaters sanktionieren. Deswegen besteht auch kein Widerspruch zur unterstellten Informationsverarbeitungs-kapazität des Anlageinteressenten im Rahmen der Anlageberatung.

IV. Verjährung: insbesondere der Verjährungsbeginn

Zur Verjährung wurde die derzeit maßgebliche Rechtsprechung bereits angeführt⁷³⁹. Zentrale Problematik bei der Verjährung ist die Festlegung des Verjährungsbeginns und dabei wiederum, wann von einer grob fahrlässigen Unkenntnis des Anlageinteressenten im Sinne des § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB ausgegangen werden muss. Da Haftungsansprüche nunmehr innerhalb der Regelverjährungsfrist verjähren⁷⁴⁰, besteht angesichts einer häufig langfristigen Anlagedauer die Gefahr, dass dies bereits geschieht, bevor es zu verjährungshemmenden Maßnahmen kommt. Die vertraglichen Schadensersatzansprüche entstehen schließlich bereits am Ende des Jahres, in welchem die Anlageberatung stattgefunden hat, soweit der Anleger von den anspruchsbegründenden Tatsachen (sprich: den Beratungsfehlern) Kenntnis erlangt oder dies grob fahrlässig nicht tut⁷⁴¹.

Grundsätzlich liegt grob fahrlässige Unkenntnis vor, wenn dem Anleger ein grobes Verschulden gegen sich selbst vorgeworfen werden kann⁷⁴². Dies ist z.B. dann der Fall, wenn er ganz naheliegende

⁷³⁵ v. Heymann/Edelmann in: Assmann/Schütze, 2007, § 4 Rdnr. 120.

⁷³⁶ Langen, NZG 2011, 94 (97) mit Bezug auf die entsprechende Einschätzung des EuGH bezüglich des „deutschen“ Verbrauchers.

⁷³⁷ Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.413.

⁷³⁸ Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.413.

⁷³⁹ Siehe oben Kapitel 7 C. III. 2. S. 107f.

⁷⁴⁰ Zur früheren Rechtslage: Nobbe, ZBB 2009, 93.

⁷⁴¹ Schwintowski/Schäfer, 2011, Rdnr. 721f.; Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.415; ausführlich auch: Langen, NZG 2011, 94

⁷⁴² Lenenbach, 2010, Rdnr. 11.416.

Überlegungen nicht anstellt oder sich die anspruchsbegründenden Tatsachen geradezu aufdrängen⁷⁴³. Es bedarf also eines „objektiv schwerwiegenden und subjektiv nicht entschuldbaren Verstoß[es] gegen die Anforderungen der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt“⁷⁴⁴. Oben wurde ausgeführt, dass das jedenfalls nicht der Fall ist, wenn der Anlageinteressent den Anlageberater anhand des Prospekts kontrolliert, selbst dann nicht wenn sich bereits ein erster Fehler des Anlageberaters gezeigt hat⁷⁴⁵. Grund dafür ist auch hier das Vertrauen, welches der Anlageinteressent dem Anlageberater entgegen bringt und wegen der vertraglichen Beratungspflichten auch entgegen bringen darf.

Zu der Frage, wann ein „subjektiv nicht entschuldbarer“ Sorgfaltspflichtverstoß vorliegt, hat der BGH bereits entschieden, dass es immer auf den Einzelfall ankommt. Maßstab ist der „verständige und auf seine Interessen bedachte“ Anleger⁷⁴⁶. Danach kann ein Anlageinteressent grob fahrlässig keine Kenntnis erlangt haben, wenn er Risiken erkennen musste und diesbezüglich trotzdem nicht beim Anlageberater nachgefragt hat⁷⁴⁷. In diesem Fall hat der Anlageberater zwar ein Beratungsverschulden zu verantworten, gleichwohl muss sich der Anleger grobe Fahrlässigkeit vorwerfen lassen⁷⁴⁸.

Mit der Einführung des Produktinformationsblattes und des Beratungsprotokolls dürfte grob fahrlässige Unkenntnis auch immer dann vorliegen, wenn ein Anlageinteressent diese nicht auswertet, sich daraus aber Anhaltspunkte für das Vorliegen von Beratungsfehlern ergeben⁷⁴⁹. Denn beide Instrumente sollen dazu dienen, dem Anlageinteressenten die wesentlichen Inhalte des Beratungsgesprächs bzw. die entscheidenden Risiken des Anlageobjekts noch vor seiner Entscheidung zu vergegenwärtigen⁷⁵⁰. Ein Widerspruch zur Rechtsprechung zur unterlassenen Kenntnisnahme des Inhalts von Prospekten⁷⁵¹ besteht schon aufgrund der eindeutigen Wertungen des Gesetzgebers nicht. Außerdem unterscheiden sich Produktinformationsblatt sowie Beratungsprotokoll von einem Prospekt hinsichtlich ihrer Komplexität und ihres Umfangs. Während der Prospekt angesichts seiner „Detailfülle, angereichert mit volks-, betriebswirtschaftlichen und steuerrechtlichen Fachausdrücken, viele Anleger von einer näheren Lektüre abhält“⁷⁵², sollte dies bei Produktinformationsblatt und Beratungsprotokoll nicht der Fall sein.

D. Zusammenfassung

Die derzeitige Rechtslage wird bestimmt durch das Leitbild des (eingeschränkten) homo oeconomicus. Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben lassen wenig Spielraum, um einem behavioral finance-basierten Anlegerleitbild Geltung zu verschaffen. Allerdings gibt es mit der Einführung von Produktinformationsblatt und Beratungsprotokoll aufsichtsrechtliche Instrumente, die bereits jetzt wichtige Einsichten der behavioral finance aufnehmen und umsetzen. Zivilrechtlich ist es durchaus möglich, insbesondere im Rahmen der Prüfung einer verständlichen Anlageberatung, die begrenzte Informationsverarbeitungskapazität der

⁷⁴³ *Langen*, NZG 2011, 94 (95).

⁷⁴⁴ BGH Urt. v. 08.07.2010, Az.: III ZR 249/09, Rdnr. 28, NZG 2010, 947.

⁷⁴⁵ Siehe dazu oben Kapitel 7 C. III. 2. S. 107f.

⁷⁴⁶ BGH, Urt. v. 10.11.2009, Az.: VI ZR 247/08, Rdnr. 13 und 16, NJW-RR 2010, 681.

⁷⁴⁷ OLG Frankfurt, Urt. v. 14.01.2008, Az.: 18 U 28/07, Rdnr. 22, zitiert nach Juris.

⁷⁴⁸ OLG Frankfurt, Urt. v. 14.01.2008, Az.: 18 U 28/07, Rdnr. 22, zitiert nach Juris.

⁷⁴⁹ So auch *Langen*, NZG 2011, 94 (95).

⁷⁵⁰ *Langen*, NZG 2011, 94 (95).

⁷⁵¹ Siehe dazu oben Kapitel 7 C. III. 2. S. 107f.

⁷⁵² BGH Urt. v. 08.07.2010, Az.: III ZR 249/09, Rdnr. 33, NZG 2010, 947.

Anlageinteressenten zu berücksichtigen. Allerdings sind auch die Gerichte durch die Vorgaben des Gesetzgebers und die darin enthaltenen Wertungen bei der Anpassung der Beratungspflichten beschränkt.

Kapitel 8

Konsequenzen für die Regulierung der Anlageberatung und der Anlageberatungshaftung de lege ferenda

A. Einführung

Wie sich gezeigt hat, folgt der Gesetzgeber bei der Regulierung der Anlageberatung meist einem am homo oeconomicus orientierten Leitbild, das die Realität nur unzureichend berücksichtigt. Seine kapitalmarktrechtlichen Ziele versucht der Gesetzgeber auf dieser Grundlage mit dem Informationsmodell umzusetzen. Die Schwächen dieser Herangehensweise wurden oben erläutert. Im Ergebnis ist das Informationsmodell in seiner derzeitigen Form nicht geeignet, die Anlageinteressenten effektiv vor den für sie relevanten kapitalmarktrechtlichen Risiken⁷⁵³, Fehlentscheidungen und daraus resultierenden Verlusten zu schützen. Weil das Informationsmodell die Anlageinteressenten bei der Entscheidungsfindung mit zu vielen Informationen überfordert, wird die gesetzgeberische Intention („Anlegerschutz mittels des Informationsmodells“), in vielen Fällen nicht erreicht.

Ein Hauptgrund für das unzulängliche Normgerüst dürfte die bisher fehlende Sensibilität des Gesetzgebers für die zu berücksichtigenden Risiken sein⁷⁵⁴. In Aussagen wie z.B. der des Bundesrates, wo nach sich Anlageberater und Anlageinteressent bei der Abfassung des Protokolls nach § 34 WpHG durch den Anlageberater „auf Augenhöhe begegnen“⁷⁵⁵, zeigt sich, dass bisher lediglich für das Informationsrisiko ein Bewusstsein besteht. Dem in seinen Auswirkungen ebenso bedeutenden Verhaltensrisiko wird bisher kein entsprechender Stellenwert zuerkannt.

Sinn der vorangegangenen Ausführungen war daher zunächst die Bereitstellung „instrumental verwertbaren Handlungswissens“⁷⁵⁶ für den Gesetzgeber zur Gesetzesfolgenabschätzung, aber auch um künftige Normen bzw. Normänderungen argumentativ zu untermauern. Mit der Analyse der aktuellen Regulierung zur Anlageberatung und der Darstellung des Verhaltensrisikos wurde die Schwäche des Informationsmodells offen gelegt. Daran knüpfen nun konkrete Vorschläge zur legislativen Umsetzung der Erkenntnisse an.

B. Konsequenzen für eine zukünftige Regulierungsphilosophie

I. Ausgangslage: Beibehaltung des Informationsmodells

Bereits jetzt gibt es Normen, wie etwa die zur Einführung der Informationsblätter, die zentrale Erkenntnisse der behavioral finance aufgreifen. Sie treten jedoch erst vereinzelt auf und folgen keiner einheitlichen Regulierungsphilosophie. Denn obwohl sich der Gesetzgeber bereits verschiedentlich Gedanken

⁷⁵³ Informationsrisiko und Verhaltensrisiko. Siehe dazu oben Kapitel 4 C. II. 2. S. 31f.

⁷⁵⁴ In diese Richtung auch *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.58.

⁷⁵⁵ Siehe z.B. BT-Drucks 16/12814 S. 31 zum Thema Beratungsprotokolle. Dazu auch oben Kapitel 4. D. VI. S. 50f.

⁷⁵⁶ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 (56).

über die Art und Weise der Aufbereitung der Informationen sowie der Bedeutung der Fülle usw. gemacht hat, fehlt ihm dem Anschein nach ein Grundverständnis, warum genau dies nötig ist. Die fehlende Auseinandersetzung mit der begrenzten Informationsverarbeitungskapazität der Normadressaten, führt dazu, dass nur vereinzelt und wohl auch unbewusst Rücksicht auf Phänomene wie z.B. ein drohender information overload genommen wird. Statt eines punktuellen Vorgehens, gebieten die stets wirkenden psychologischen Effekte, wie sie von der behavioral finance beschrieben werden, eine grundsätzliche Überarbeitung des Informationsmodells⁷⁵⁷. Denn ein generelles Problem, wie das Außerachtlassen des Verhaltensrisikos bzw. die Ignoranz des tatsächlichen Anlegerverhaltens, bedingt einen übergreifenden Ansatz.

Ziel muss es dabei sein, nicht nur das Informationsrisiko zu senken, sondern auch das Verhaltensrisiko. Grundlegend ist dabei, dass nicht das Informationsmodell an sich in Frage gestellt wird, sondern nur das zugrunde liegende Leitbild vom Anlageinteressenten als (eingeschränktem) homo oeconomicus. Würde der Gesetzgeber sein Bild vom Anleger ändern und dabei insbesondere akzeptieren, dass es allein mit der Offenlegung aller Informationen nicht getan ist, ließe sich das Informationsmodell aufrechterhalten und gleichzeitig vom homo oeconomicus-Modell lösen. Der Erfolg eines übergreifenden Ansatzes hängt daher maßgeblich davon ab, ob sich der Normgeber entschließen kann, das homo oeconomicus-Modell zugunsten des angepassten Anlegerleitbildes aufzugeben.

Der Ausgangspunkt für die zukünftige Regulierung muss folglich sein, das bestehende Informationsmodell beizubehalten, aber dahingehend zu überarbeiten, dass die Erkenntnisse der behavioral finance berücksichtigt werden. Dabei sind die Informationspflichten jeweils mit Blick auf die im angepassten Anlegerleitbild zusammengefassten Abweichungen des Anlageinteressenten vom Rationalmodell zu überprüfen. Zur Perfektion muss in diesem Rahmen für jede Klasse von Finanzinstrumenten empirisch geklärt werden, ob deren Chancen und Risiken dem eingeschränkt rationalen (Klein-)Anleger überhaupt erklärt werden können. Denn auch wenn z.B. das Produktinformationsblatt für alle Arten von Finanzinstrumenten gilt, ist damit noch nicht klar, ob sich darin auch für jede Klasse die Chancen und Risiken verständlich darstellen lassen. Während es z.B. ohne weiteres vorstellbar ist, dass sich die wesentlichen Fakten zu einer deutschen Staatsanleihe auch verkürzt sinnvoll darstellen lassen, scheint dies z.B. bei Zertifikaten mit Auslandsbezug ausgeschlossen.

Insgesamt kann es also sowohl zur Streichung von Informationspflichten als auch zur Einführung von neuen Regeln, vor allem mit Bezug auf das Verhaltensrisiko, kommen. Da sich aber nicht alle Gefahren für den Anlageinteressenten mit der Bereitstellung von Informationen wirkungsvoll bekämpfen lassen, muss sich der Gesetzgeber auch mit der Frage auseinandersetzen, welche Konsequenzen er daraus ziehen will. Während aber dem Informationsmodell kaum noch das Wort geredet werden muss, finden sich selbst unter den Anhängern der behavioral finance wenige, die für den Fall, dass das Informationsmodell versagt, einen strengen Paternalismus befürworten. Denn schließlich bedingt unsere Wirtschafts- und Rechtsordnung grundsätzlich ein freiheitlich-liberales Regulierungskonzept. Diesem Dilemma lässt sich mit der Regulierungsphilosophie des liberalen Paternalismus abhelfen.

⁷⁵⁷ In diesem Sinne auch *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (46–47); *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.60; *Koller* in: Assmann/Schneider 5. Aufl., § 31 Rdnr. 1.

II. Ergänzung: Liberaler Paternalismus⁷⁵⁸

1. Philosophie

Was auf den ersten Blick wie ein Oxymoron erscheint⁷⁵⁹, entpuppt sich auf den zweiten Blick als gelungener Balanceakt zwischen laissez-faire Kapitalismus und Staatsinterventionismus⁷⁶⁰. Grundkonzept dieser Philosophie ist es, den Normadressaten ihre Wahlfreiheit zu belassen, sie aber gleichzeitig durch die Art und Weise der Darstellung und die Verwendung von Standard-Vorgaben⁷⁶¹ bei Auswahlmöglichkeiten in eine bestimmte Richtung zu lenken⁷⁶². Die verbliebene Wahlfreiheit ist der Hauptunterschied zu einem Paternalismus, der dieselben, grundsätzlich hehren Ziele durch eine freiheitsbeschneidende „Zwangsbeglückung“⁷⁶³ erreicht. Bei einem liberalen Paternalismus ergibt sich für diejenigen, deren Handlungen und Entscheidungen ohnehin rationalen Maßstäben standhalten, keine Beschränkung, während alle anderen trotz bestehender Wahlfreiheit vor unklugen Investitionen geschützt werden können⁷⁶⁴.

Grundlage solcherart Regelung ist zum einen die Tatsache, dass viele Anlageinteressenten meist mit unklaren Präferenzen, Zielen und Wünschen bei der Anlageberatung auftreten⁷⁶⁵. Außerdem bevorzugen sie aus verschiedenen Gründen, wie etwa Faulheit, Angst oder Ablenkung, die Vorgehensweise mit dem geringsten Aufwand⁷⁶⁶. Folglich werden ihre Entscheidungen durch die Präsentation der Information und dabei insbesondere durch die Vorgabe von Standard-Optionen bei etwaigen Auswahlmöglichkeiten beeinflusst. Beispielsweise gibt es bei der Registrierung auf einer beliebigen Webseite meist die Möglichkeit, einen Newsletter zu bestellen. Die Entscheidung erfolgt mittels Anwählen einer Checkbox, die in den allermeisten Fällen bereits vorselektiert ist. Andere Beispiele sind die automatische Verlängerung bei Zeitschriftenabonnements oder Mitgliedschaften in Fitnessstudios⁷⁶⁷. Obwohl beide stets kündbar sind, bekommen viele Menschen monatlich Zeitschriften, die sie nicht lesen und bezahlen für Fitnessstudios, die sie nicht nutzen.

⁷⁵⁸ Begriff nach *Sunstein/Thaler*, *The University of Chicago Law Review* 2003, 1159; umfassend jetzt auch: *Eidenmüller*, *JZ* 2011, 814.

⁷⁵⁹ *Sunstein/Thaler*, *The University of Chicago Law Review* 2003, 1159 (1 (Abstract)); *Mitchell*, FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 136; FSU College of Law, Law and Economics Paper No. 05-02.

⁷⁶⁰ Einführend: *The Economist* vom 06.04.2006.

⁷⁶¹ Dies wird auch in der Studie im Auftrag des BMELV von *Habschick/Evers*, 2008, S. 150 als Instrument im Bereich der Finanzdienstleistungen empfohlen.

⁷⁶² Oder zu „schubsen“ (to nudge), wie es Thaler und Sunstein in ihrem Buch *Thaler/Sunstein*, *Nudge*, 2009, bezeichnen.

⁷⁶³ *Plickert*, *FAZ* vom 16.04.2012.

⁷⁶⁴ *Camerer/Issacharoff/Loewenstein u. a.*, *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 1211 (1212), auch wenn diese Arbeit die hier besprochene Regulierungsphilosophie unter dem Stichwort „Asymmetric Paternalism“ bespricht, handelt es sich doch im Prinzip um dieselbe Idee: der Staat hilft bei der Entscheidungsfindung, lässt aber alle Wahlmöglichkeiten bestehen.

⁷⁶⁵ Für die Anlageinteressenten: *Hannöver* in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, § 110 Rdnr. 34; grundsätzlich gilt dies aber auch für alle anderen Entscheider und Entscheidungssituationen: *Sunstein/Thaler*, *The University of Chicago Law Review* 2003, 1159 (2 aE).

⁷⁶⁶ *Thaler/Sunstein/Balz*, SSRN eLibrary 2010 (4).

⁷⁶⁷ *Thaler/Sunstein/Balz*, SSRN eLibrary 2010 (5).

Beschrieben wurden die Vorteile dieser Regulierungsphilosophie⁷⁶⁸ insbesondere am Beispiel der in den USA verbreiteten Methode der betrieblichen Altersvorsorge⁷⁶⁹. Dabei wird durch den Arbeitgeber ein Teil des Lohnes einbehalten und in einen staatlichen Fonds eingezahlt, aus welchem bei Erreichen einer bestimmten Altersgrenze Pensionszahlungen an den Arbeitnehmer erfolgen. Die Beteiligung ist freiwillig und hängt von einer entsprechenden Entscheidung des Arbeitnehmers ab. Während die Beteiligungsrate der Arbeitnehmer in der Untersuchung bei 37% lag, wenn sie sich aktiv für die Form der Altersvorsorge entscheiden mussten, sprich einen entsprechenden „Haken“ zu setzen hatten, stieg sie auf verblüffende 86% wenn der Arbeitgeber bei der Einstellung die Auswahl von vornherein vorsah⁷⁷⁰. Natürlich konnten sich die Arbeitnehmer jederzeit anders entscheiden, aber sie taten es nicht. Und auch Jahre später ergaben sich keine signifikanten Änderungen bei den Beteiligungsraten⁷⁷¹. Darin zeigt sich also, dass Menschen ohne konkrete Präferenzen dazu neigen, die Dinge so zu lassen, wie sie sind⁷⁷².

Während also instabile Präferenzen und eine Vorliebe für den Weg des geringsten Widerstandes eine Grundlage der hier vorgeschlagenen Regulierungsphilosophie sind, ist die andere die Einsicht, dass jede Art von Regulierung ohnehin eine verhaltenssteuernde Wirkung hat. Sei sie auch noch so liberal gemeint, regt sie doch in irgendeiner Art und Weise immer irgendeine Entscheidung an⁷⁷³. Deutlich wird das z.B. an den grundsätzlich nicht unter Paternalismusverdacht stehenden Informationspflichten, die durch ihre Fülle zu einem information overload führen können und damit einer Beeinflussung durch das Ausnutzen verschiedener Heuristiken Tür und Tor öffnen. Wenn also ohnehin jede Norm einen Einfluss auf die Wahl des Anlageinteressenten hat, dann kann man diesen Umstand auch gleich gezielt zur Erreichung kapitalmarktrechtlicher Ziele nutzen.

Dabei sollte der Gesetzgeber bestimmte, damit verbundene Risiken immer im Hinterkopf haben. Zum einen ist nicht immer leicht, zu entscheiden was gut und im besten Interesse des Normadressaten ist. Denn auch wenn dieser die Freiheit hat, einen Vorschlag nicht anzunehmen, wird er es doch immer dann tun, wenn er nicht weiß, was er will bzw. wie er dies erreichen kann. Gerät der Gesetzgeber unter den Einfluss von Lobbyisten gleich welcher Couleur, besteht also immer die Gefahr, dass der Anleger über den Umweg einer gesetzlichen Vorgabe wieder in eine Richtung gelenkt wird, die ihm Nachteile, sprich finanzielle Einbußen, einbringt. Fakt ist allerdings auch, dass das Bewusstsein des Gesetzgebers für die Möglichkeiten und die Macht von Standard-Optionen deren Missbrauch nicht wahrscheinlicher werden lässt, als es bereits jetzt der Fall ist.

Zum anderen muss sich ein Gesetzgeber immer auch mit dem Risiko einer unzulässigen Vorgabe moralischer Werte⁷⁷⁴ auseinandersetzen. Dies kann z.B. der Fall sein, wenn in Bezug auf Organspenden von einer opt-in Lösung⁷⁷⁵ zu einer opt-out Lösung gewechselt wird. Der psychologische Druck, den eine

⁷⁶⁸ *Madrian/Shea*, Quarterly Journal of Economics 2001, 1149; *Choi/Laibson/Madrian u. a.*, SSRN eLibrary 2001.

⁷⁶⁹ Sogenannte 401 (k) (retirement savings account), Ausführlich <http://en.wikipedia.org/wiki/401%28k%29>, zuletzt abgerufen am 07.07.2011.

⁷⁷⁰ *Madrian/Shea*, Quarterly Journal of Economics 2001, 1149 (1159); ausführlich auch die Analyse bei *Choi/Laibson/Madrian u. a.*, SSRN eLibrary 2001.

⁷⁷¹ *Choi/Laibson/Madrian u. a.*, SSRN eLibrary 2001 (3).

⁷⁷² *Madrian/Shea*, Quarterly Journal of Economics 2001, 1149 (1159).

⁷⁷³ *Klöhn*, 2006, S. 150.

⁷⁷⁴ *Beck*, FAZ.NET vom 05.07.2010.

⁷⁷⁵ Organspender ist nur wer sich aktiv dafür entscheidet, § 3-4a Transplantationsgesetz.

Entscheidung gegen die Organspende mit sich bringt, darf auch vor dem Hintergrund des an sich löblichen Zieles nicht vergessen werden.

Schließlich darf das Konzept eines liberalen Paternalismus nicht übereilt als Allheilmittel des Gesetzgebers in Anbetracht der hier beschriebenen Tatsachen angesehen werden⁷⁷⁶. Er kann und sollte aber dann zur normativen Methode werden, wenn – wie beim Beispiel der 401k-Sparpläne in den USA oder dem Thema Organspende in Deutschland – ein nach allgemeiner Ansicht sinnvolles, klar abgrenzbares Ziel erreicht werden soll und kann. Also immer dann, wenn sich der Gesetzgeber guten Gewissens auf die „Mikroebene der Präferenzbeeinflussung“⁷⁷⁷ begeben darf.

2. Choice architecture

Die Gestaltung von Regeln im Sinne des liberalen Paternalismus lässt sich mit dem Begriff *choice architecture*⁷⁷⁸ bezeichnen. Darunter ist ein offenes System verschiedener Instrumente zur Gestaltung von Auswahlmöglichkeiten zu verstehen, die jedes für sich eine Berücksichtigung von Abweichungen des Normadressaten vom *homo oeconomicus*-Modell gestatten.

Die zentrale Methode wurde bereits genannt. Durch die Vorgabe von Standard-Optionen kann es gelingen, Normadressaten ohne konkrete Präferenz in eine für sie vorteilhafte Richtung zu lenken⁷⁷⁹. Auf die Gefahren, die sich aus einer solchen Einflussnahme durch den Gesetzgeber, m.a.W. Politiker, ergeben können, wurde bereits hingewiesen. Auch um eine moralisierende Wirkung von Standard-Optionen zu vermeiden, ist es insbesondere bei emotional besetzten Themen möglich, statt mit Standard-Optionen, mit Entscheidungspflichten zu arbeiten⁷⁸⁰. Statt also eine Standard-Option vorzugeben, werden die Normadressaten verpflichtet, eine eigene Entscheidung zu treffen. Für die Organspende heißt dies: statt *opt-in* oder *opt-out* soll sich jeder entscheiden, wie er es persönlich mit der Organspende hält⁷⁸¹.

Im Bereich der Anlageberatung könnten Standard-Optionen z.B. bei der Bestimmung eines monatlichen Beitrages zu einem Fondssparplan zur Altersvorsorge verwendet werden. Will also ein Anlageinteressent für die Zukunft vorsorgen, könnte man aus seinem Alter und seinem Einkommen eine Empfehlung für eine monatliche Sparrate im Rahmen eines Fondssparplanes errechnen, die es ihm nach derzeitigem Wissen erlaubt, später seinen Lebensstandard zu halten. Statt ihn also bei der Wahl zwischen allen möglichen Anlageformen und den möglichen Anlagesummen komplett allein zu lassen, gibt man ihm eine sinnvolle Variante von Gesetz wegen vor. Von dieser kann er natürlich abweichen, jedoch dürfte aus den genannten Gründen in signifikantem Umfang der Empfehlung gefolgt werden⁷⁸². In diesem Zusammenhang sollte der Gesetzgeber auch die Möglichkeit nutzen, die Struktur des Auswahlprozesses im Rahmen des Anlageberatungsgesprächs konkret vorzugeben. Denn je komplexer Entscheidungssituatio

⁷⁷⁶ Zum Stand der Kritik: *Eidenmüller*, JZ 2011, 814.

⁷⁷⁷ *Eidenmüller*, JZ 2011, 814 (820).

⁷⁷⁸ *Thaler/Sunstein/Balz*, SSRN eLibrary 2010; *Benartzi/Peleg/Thaler*, SSRN eLibrary 2007.

⁷⁷⁹ *Böhm/Schwarz*, NVwZ 2012, 129 (132).

⁷⁸⁰ *Thaler/Sunstein/Balz*, SSRN eLibrary 2010 (6).

⁷⁸¹ In Deutschland seit dem 01.08.2012, § 2 Abs. 1a Transplantationsgesetz. Vgl.(o.V.), SZ vom 01.07.2011.

⁷⁸² Siehe dazu *Thaler/Sunstein/Balz*, SSRN eLibrary 2010 (4f).

nen werden, umso mehr Heuristiken werden eingesetzt⁷⁸³, und umso mehr Einfluss kann man mittels Strukturierung des Auswahlprozesses auf die Anlageentscheidung nehmen⁷⁸⁴.

Eine weitere Methode, um Anlageinteressenten zu ökonomisch sinnvollen Entscheidungen zu bewegen, ist z.B. die die Steigerung der Vergleichbarkeit der unterschiedlichen Anlageprodukte und Strategien. Dazu gehört auch eine möglichst einfache Übersicht von Chancen und Risiken, am besten in leicht erfassbarer Bildform⁷⁸⁵. Ein Beispiel könnte sich der Gesetzgeber an entsprechenden Vorgaben in den Niederlanden nehmen, die für die meisten Finanzinstrumente vorschreiben, dass das jeweilige Risiko mit einem vorgeschriebenen Piktogramm beschrieben wird⁷⁸⁶.

Im folgenden Abschnitt werden auf Grundlage der zwei genannten Säulen⁷⁸⁷ eines an den Erkenntnissen der behavioral finance orientierten Regulierungskonzeptes, Vorschläge zur Senkung der relevanten Risiken⁷⁸⁸ bei der Anlageberatung gemacht.

C. Reduktion von Informations- und Verhaltensrisiko

I. Einführung

Die Anpassung des Informationsmodells an die Erkenntnisse der behavioral finance folgt der Leitlinie, dass das Volumen an Informationen soweit zu reduzieren ist, dass sie einerseits eine ausreichende Entscheidungsgrundlage bilden, andererseits aber ein information overload vermieden wird. Statt wie bisher – mit wenigen Ausnahmen – schlicht ein Maximum an Fakten offen zu legen, muss das Optimum an Informationen Ziel der Anlageberatung und ihrer Regulierung sein⁷⁸⁹.

Daneben folgt die Anpassung dem Konzept des liberalen Paternalismus, d.h. der Idee, dass die Entscheidungsfreiheit der Anlageinteressenten durch die Art und Weise der Darstellung und die Vorgabe von Empfehlungen nicht beschnitten, wohl aber zu seinem Vorteil beeinflusst werden kann. Jeder behält die vollständige Wahlfreiheit, wird dabei aber durch Standard-Optionen und strukturierte Entscheidungsprozesse bei der Informationsverarbeitung und Entscheidung unterstützt.

Sowohl Art und Weise der Darstellung als auch die Menge der Informationen sind daher an die Fähigkeiten der Anlageinteressenten anzupassen. Während dies zivilrechtlich wegen des individuellen Maßstabes in jedem Einzelfall zumindest theoretisch machbar ist, ergeben sich durch die Heterogenität der Anleger aufsichtsrechtlich einige praktische Schwierigkeiten. Maßstab ist zwar, wie oben festgestellt, der durchschnittliche Anleger, allerdings sind die Unterschiede bei der Informationsverarbeitung zwischen professionellen Anlegern und Kleinanlegern so groß, dass jeweils andere Maßstäbe angelegt werden sollten. An der Einteilung wie sie das WpHG in § 31a vornimmt, sollte sich bei der Regulierung also

⁷⁸³ Thaler/Sunstein/Balz, SSRN eLibrary 2010 (12); siehe dazu auch das Kapitel 5 S. 57f., insbesondere die Ausführungen zu den Voraussetzungen und den Wirkungen, die sich aus Heuristiken ergeben.

⁷⁸⁴ Thaler/Sunstein/Balz, SSRN eLibrary 2010 (12).

⁷⁸⁵ Thaler/Sunstein/Balz, SSRN eLibrary 2010 (10aE).

⁷⁸⁶ Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe, A changing landscape, 2010, S. 22.

⁷⁸⁷ Beibehaltung des Informationsmodells einerseits und Ergänzung durch die liberal-paternalistische Methoden andererseits.

⁷⁸⁸ Informationsrisiko und Verhaltensrisiko. Siehe oben Kapitel 4 C. II. 2. S. 31f.

⁷⁸⁹ Ebenso Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (14 mwN); Law, HKLJ 2010, 14 (32); Kind, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, 1997, S. 530.

nichts ändern. Im Grunde genommen sind auch die Unterschiede innerhalb der Gruppe der Kleinanleger noch derart erheblich, dass eine weitere Unterteilung zumindest erwogen werden könnte⁷⁹⁰.

In jedem Fall lassen sich allerdings Maßnahmen eingrenzen, die unabhängig von der Komplexität des Gegenstands der Anlageberatung eine Reduktion des Informations- und/oder Verhaltensrisikos erwarten lassen.

II. Anpassung der Informations- und Beratungspflichten

1. Aufklärung über das Verhaltensrisiko

Am Anfang der empfehlenswerten Maßnahmen steht die Aufklärung über das Verhaltensrisiko⁷⁹¹, sprich über die Erkenntnisse der behavioral finance an sich. Was bisher nicht im Fokus von Gesetzgeber und Anlageberatern stand⁷⁹², muss zum Standard werden, will man die Anlageinteressenten für ihr Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsverhalten sensibilisieren⁷⁹³. Auch wenn das Wissen über Heuristiken und psychologische Grundbedürfnisse nicht automatisch zu rationalem Verhalten führt, bietet es doch die Chance auf eine erhebliche Verbesserung der Entscheidungsqualität⁷⁹⁴. Denn wenn sich ein Anleger mit seinem Entscheidungsverhalten auseinandersetzt und sich dabei z.B. fragt, ob es wirklich richtig ist, die Empfehlung eines guten Freundes über die Warnungen renommierter Analysten zu stellen⁷⁹⁵, kann ihm dies nur nützen.

Anders als bei den bisherigen Pflichtinformationen, besteht nicht die Gefahr eines information overload, da ein Zuviel an Aufklärung über das Verhaltensrisiko bzw. die Erkenntnisse der behavioral finance kaum möglich ist⁷⁹⁶. Eine solche Aufklärung wäre einfacher, als die über die jeweiligen Risiken der Finanzprodukte, da die relevanten Abweichungen der Anlageinteressenten vom homo oeconomicus-Modell grundsätzlich bei allen dieselben sind. Alle Anlageinteressenten verwenden Heuristiken, wenn zu viele Informationen vorliegen und sind stets darauf bedacht, ihre Anlageentscheidungen unter Kontrolle zu haben. Sie lassen sich von der Art und Weise der Darstellung mehr beeinflussen, als sie für möglich halten und neigen dazu, ihre eigenen Kenntnisse und Fähigkeiten zu überschätzen⁷⁹⁷. Eine Information über diese Phänomene kann daher gut vereinheitlicht bzw. standardisiert werden.

Eine entsprechende Aufklärungspflicht kann ohne weiteres in § 31 Abs. 4 WpHG eingefügt werden. Über welche Phänomene konkret aufzuklären ist, kann in der WpDVerOV niedergelegt werden. Ne

⁷⁹⁰ Dafür: *Avgouleas*, *European Company & Financial Law Review* 2009, 440 (470).

⁷⁹¹ *Behavioral risk disclosure. Law*, HKLJ 2010, 14 (31f).

⁷⁹² Zwar wird in den Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren (Stand: März 2004). unter Punkt C Nr. 6. und Punkt D Nr. 2 über ein so genanntes „Psychologisches Marktrisiko“ informiert. Dabei wird allerdings lediglich über Faktoren informiert, die zur Kursbildung beitragen. Es wird dabei der Eindruck erweckt, dass der Leser sich lediglich vor irrationalem Verhalten anderer in Acht nehmen muss. Dabei wird auch davon ausgegangen, dass Entscheidungen grundsätzlich rational getroffen, dabei aber durch irrationale Meinungen anderer beeinflusst werden können. Abgesehen davon, dass dies widersprüchlich ist, weil rationale Entscheider irrationale Meinungen erkennen und entsprechend bewerten, wird nicht auf die Risiken bei der Informationsverarbeitung abgestellt. Ebenso wenig auf die grundlegenden psychologischen Grundbedürfnisse des Lesers und allgemein auf die Tatsache, dass er selbst nicht rational handelt.

⁷⁹³ *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (583); ihm folgend *Teigelack*, 2009, S. 207.

⁷⁹⁴ *Law*, HKLJ 2010, 14 (32).

⁷⁹⁵ Gefahr des *availability bias*. Siehe oben Kapitel 5 B. II. 1. b) S. 67f.

⁷⁹⁶ *Law*, HKLJ 2010, 14 (32).

⁷⁹⁷ Selbstüberschätzung. Siehe dazu oben Kapitel 5 A. II. 5. S. 65f.

ben einer Aufklärung durch den Anlageberater im Gespräch, bietet sich die Nutzung eines standardisierten Informationsblattes – ähnlich dem Produktinformationsblattes des § 31 Abs. 3a WpHG – an. Denn anders als bei den jeweiligen Finanzprodukten sind in Bezug auf das Verhaltensrisiko bzw. die relevanten Erkenntnisse der behavioral finance für alle Anlageinteressenten die gleichen Informationen sinnvoll⁷⁹⁸. So lassen sich auch genau der Wortlaut und die Darstellung der Informationen durch den Gesetzgeber steuern⁷⁹⁹. Geregelt werden sollte auch, dass die Aufklärung am Anfang eines Beratungsgesprächs zu erfolgen hat. So lässt sich der Anlageinteressent für die Problematik sensibilisieren, bevor das eigentliche Gespräch beginnt. Das Informationsblatt selbst sollte die jeweiligen Phänomene vor allem mit Beispielen erklären, da diese für die meisten Leser leichter zu erfassen sein dürften als abstrakte Abhandlungen.

2. Abgleich von Erklärtem und Verstandenem durch Verständnisprüfung

Eine weitere sinnvolle Möglichkeit etwaige Fehlbewertungen zu erkennen und vor dem Ende der Anlageberatung und einer etwaigen Anlagenentscheidung zu beheben, ist ein individueller Verständnistest⁸⁰⁰. Der Anlageberater darf schließlich nur solche Finanzprodukte empfehlen, deren Chancen und Risiken der Anlageinteressent verstanden hat, § 31 Abs. 4 S. 2 und Abs. 4a WpHG.

Dabei sollte der Anlageberater den Anlageinteressenten nach Aufklärung und Empfehlung zur Wiedergabe des Erklärten mit seinen eigenen Worten auffordern⁸⁰¹. Der Anlageinteressent sollte dabei vor allem die für ihn bedeutsamen rechtlichen und wirtschaftlichen Konsequenzen der Anlageentscheidung darstellen, und zwar sowohl für den Augenblick (also z.B. die langfristige Bindung von Kapital) wie auch für die Zukunft (hier insbesondere die Risiken und welche Bedeutung eine mögliche Verwirklichung für ihn hat)⁸⁰². Dies muss, weil es ansonsten wenig praktische Relevanz haben würde, dokumentiert werden⁸⁰³. Das kann schriftlich im Beratungsprotokoll festgehalten werden, besser aber noch durch eine Tonaufnahme des gesprochenen Wortes.

Soweit sich dann für den Anlageberater ergibt, dass relevante Informationen nicht korrekt verarbeitet wurden, muss er versuchen, Chancen und Risiken anders verständlich zu machen⁸⁰⁴. Gelingt es ihm nicht, den Anleger korrekt aufzuklären, muss er von der anstehenden Anlageentscheidung abraten⁸⁰⁵. Nachteil eines solchen Vorgehens sind höhere Kosten, vor allem Zeitaufwand beim Anlageberater, welche letztlich vom Kunden zu tragen wären. Diese sind aber zur Reduktion von unkalkulierbar hohen Verlustrisiken durch mangelndes Produktverständnis hinzunehmen, zumal dadurch auch die Kosten durch falsche Anlageentscheidungen sinken.

3. Aufklärung über den Anlageberater

Von entscheidender Bedeutung für die Qualität einer Beratung sind auch die Eigenschaften des Anlageberaters. Obwohl er meist die zentrale Informationsquelle des Anlageinteressenten sein dürfte, ist es für

⁷⁹⁸ Law, HKLJ 2010, 14 (32f).

⁷⁹⁹ Siehe dazu oben Kapitel 4 D. VII. S. 52.

⁸⁰⁰ Siehe dazu oben Kapitel 7 B. IV. S. 101f. und Kapitel 7 C. II. 2. S. 105f.

⁸⁰¹ So auch Kappus, NZM 2010, 529 (538).

⁸⁰² Kappus, NZM 2010, 529 (538).

⁸⁰³ Kappus, NZM 2010, 529 (538).

⁸⁰⁴ Kappus, NZM 2010, 529 (538).

⁸⁰⁵ In diese Richtung: BGH Urt. v. 02.03.2011, Az.: XI ZR 33/10; NJW 2011 S. 1949f.

den Anlageinteressent schwer, die Qualität des Anlageberaters einzuschätzen. Die Bewertung der Beratungsqualität setzt schließlich ein Wissen voraus, bei dessen Vorliegen der Anlageinteressent eigentlich keine Anlageberatung mehr bräuchte⁸⁰⁶.

Ein Beispiel: der Anlageberater, welcher selbst in einem bestimmten Marktsegment engagiert ist, ist natürlich der Überzeugung, dass sein eigenes Investment erfolgreich sein wird. Er wird dann auch selbst den verschiedenen kognitiven Phänomenen (selektive Wahrnehmung, selektive Entscheidung) unterliegen um Dissonanzen zu vermeiden⁸⁰⁷. Für den Anlageinteressenten bedeutet dies, dass eine etwaige Anlageempfehlung dieses Anlageberaters von dessen natürlichem Drang nach Vermeidung kognitiver Dissonanz beeinflusst ist.

Man könnte dem abhelfen, indem man z.B. die Pflicht des Anlageberaters statuiert, über seine eigenen Engagements aufzuklären. Das bringt allerdings nur dann den gewünschten Erfolg, wenn der Anlageinteressent aus diesem Umstand zutreffend schließt, dass eine an ihn gerichtete Empfehlung vom Streben des Anlageberaters nach Dissonanzfreiheit bestimmt wird. Menschen neigen aber dazu, sich weniger an Fakten, als an Personen und deren Glaubwürdigkeit auszurichten⁸⁰⁸. Deswegen könnte aus der Mitteilung über die eigenen Engagements des Anlageberaters auch die Folge resultieren, dass der Kunde davon ausgeht, dass eine Investition, die der Anlageberater selbst gemacht hat, auf jeden Fall eine gute Entscheidung ist.

Vielversprechender ist jedenfalls die Aufklärung über die unmittelbaren Interessen des Anlageberaters. Erster Ansatzpunkt sollte das Provisionsinteresse und die mit einem bestimmten Finanzprodukt verbundenen direkten und indirekten Zahlungen an den Anlageberater sein⁸⁰⁹. Dabei kommt es weniger auf den Umstand an, dass der Anlageberater bei einer bestimmten Anlageentscheidung eine Provision verdient, sondern vielmehr auf die Tatsache, dass sich daraus Auswirkungen auf seine Objektivität und sein Handeln im Interesse des Anlageinteressenten ergeben⁸¹⁰. Beim Anlageinteressenten muss Verständnis für die nachteilige Wirkung einer indirekten Bezahlung⁸¹¹ für die Motivation des Anlageberaters geschaffen werden. Dazu bietet sich auch hier wieder eine standardisierte Vorgabe in Form eines durchaus kurzen Informationsblattes an, welches am Anfang eines Beratungsgespräches übergeben werden sollte. Auch dies wäre, genauso wie beim Informationsblatt zu den Verhaltensrisiken, im Beratungsprotokoll chronologisch zu dokumentieren.

4. Nach einer Anlageentscheidung: Update Verhaltensrisiko

Grundsätzlich ist der Anlageberatungsvertrag spätestens mit der Anlageentscheidung beendet, § 362 BGB⁸¹². Es gibt insbesondere keine Pflicht des Anlageberaters im Nachgang die Entwicklung der jeweiligen Finanzprodukte zu verfolgen und den Anlegern gegebenenfalls unaufgefordert weitere Ratschläge zu

⁸⁰⁶ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (39).

⁸⁰⁷ *Goldberg/Nitzsch*, 2004, S. 205.

⁸⁰⁸ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (39).

⁸⁰⁹ So auch *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (39).

⁸¹⁰ So auch *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (39).

⁸¹¹ Siehe dazu oben unter Kapitel 2 D III. S. 17.

⁸¹² *Möllers*, WM 2008, 93 (94).

erteilen. Ausnahmen gibt es nur, wenn der Anlageberater z.B. nachvertraglich erkennt, dass eine Empfehlung fehlerhaft war⁸¹³.

Unabhängig von einem bestehenden Vertragsverhältnis könnte man gleichwohl eine aufsichtsrechtliche Pflicht zur weiteren Information über Verhaltensrisiken statuieren. Ziel dabei wäre die Aufklärung über bestimmte Verhaltensrisiken, die erst nach einer Anlageentscheidung entstehen bzw. sich realisieren können. In Betracht kommt z.B. die bereits erwähnte Eigenart der Anleger, Gewinne zu schnell zu realisieren und Verluste auszusitzen. In Betracht kommen auch Nachfragen zur Entwicklung der Anlage, indem man z.B. die ursprünglichen Erwartungen mit den tatsächlichen Entwicklungen abgleicht. Dies muss nicht in einem Gespräch passieren, sondern kann schriftlich erfolgen. Denkbar ist z.B. die gesetzliche Vorgabe eines Standardbriefes mit bestimmten Informationen und Fragen, die sich der Anleger selbst beantworten soll. Dieser müsste dann von jedem Anlageberater nach Ablauf von z.B. 1, 5 und 10 Jahren an die Anleger gesendet werden. Übernehmen könnte diese Aufgabe statt der Anlageberater auch eine Institution wie die BaFin.

Für den Anleger ergäbe sich daraus die Möglichkeit, seine Einschätzung der Lage zu überprüfen und eventuell aktiv zu werden. Auch wenn aus einer solchen Information keine Pflichten für den Anleger resultieren sollten, wäre diese auch im Interesse des Anlageberaters. Denn wenn er Fehler gemacht hat, kann ein so veranlassetes Handeln des Anlegers zu einer Schadensminderung führen, weil eine eventuelle Schadensentwicklung noch nicht zu weit fortgeschritten ist. Außerdem dürfte es die Anlageberater auch zu besseren Leistungen motivieren.

III. Standard-Optionen, Strukturvorgaben und andere Maßnahmen zur Verbesserung der Entscheidungsqualität

1. Ergänzung der Dokumentationspflicht nach § 34 WpHG

Mit der Einführung der Dokumentationspflicht erhoffte sich der Gesetzgeber eine Stärkung des Anlegerschutzes. Die Anlageinteressenten sollten einerseits den wesentlichen Gesprächsinhalt vor ihrer Entscheidung nochmals rekapitulieren können und andererseits mit dem Protokoll ein Beweismittel für spätere Rechtsstreitigkeiten an die Hand bekommen. Die ersten Praxiserfahrungen haben jedoch gezeigt, dass die Anlageberater stets einen Weg finden, die Dokumentationspflicht des § 34 WpHG zu umgehen und so den Zweck der Regelung zu vereiteln⁸¹⁴. So versuchen z.B. verschiedene Banken, ihre Kunden das Protokoll unterschreiben zu lassen, um so möglichen Haftungsansprüchen aus dem Weg zu gehen⁸¹⁵. In einer Untersuchung der Stiftung Warentest vom November 2010 hatten 49 von 61 Protokollen eine Klausel mit einer pauschalen Haftungsfreizeichnung⁸¹⁶. Dies steht im Widerspruch zur Intention des § 34 WpHG, der dem Anleger im Fall des Prozesses den Nachweis von Pflichtverstößen eigentlich erleichtern soll⁸¹⁷. Dies darf den Gesetzgeber jedoch nicht entmutigen, sondern muss ihn anspornen, eine Umge-

⁸¹³ Möllers, WM 2008, 93 (94).

⁸¹⁴ Instruktiv: Maier, VuR 2011, 3.

⁸¹⁵ Maier, VuR 2011, 3 (10f).

⁸¹⁶ Pressemitteilung des Bundesverbands der Verbraucherzentralen vom 22.11.2010 <http://www.vzbv.de/go/presse/1419/index.html> abgerufen am 08.01.2011.

⁸¹⁷ Maier, VuR 2011, 3 (5).

hung so schwer wie möglich zu machen und die Konsequenzen bei einer Aufdeckung so drastisch es geht zu gestalten.

Dazu könnte man die Dokumentationspflicht dergestalt ausweiten, dass man eine verbindliche Bild-/Tonaufnahme aller Beratungsgespräche vorschreibt und die Aufnahmen dem Anlageinteressenten zur Verfügung stellt⁸¹⁸. So kann zumindest versucht werden, die Umgehung der schriftlichen Dokumentationspflicht zu verhindern. Denn dies wird oftmals dergestalt geschehen, dass sich im Protokoll lediglich die floskelhafte Wiedergabe des Gesetzestextes findet. Der Anlageberater wird seinem Kunden dabei regelmäßig den Eindruck vermitteln, dass es sich bei der schriftlichen Fixierung nur um eine Formalie handelt. Würde man an die Stelle des schriftlichen Protokolls eine Audio- oder sogar eine audiovisuelle Aufnahme des Gespräches setzen, würde der wahre Verlauf festgehalten. Angesichts stetig sinkender Preise für entsprechende Technik, dürfte das Argument, dass die dabei entstehenden Transaktionskosten am Ende zu Lasten des Anlageinteressenten gehen, zunehmend an Gewicht verlieren.

Eine andere Möglichkeit wäre es, dem Anlageinteressenten die Formulierung des Protokolls zu überlassen⁸¹⁹. Anstelle des Anlageberaters diktiert dann der Kunde, was er verstanden hat. Dies könnte auch anhand einer vom Gesetz- oder Verordnungsgeber vorgeschriebenen Checkliste geschehen und lässt sich auch gut mit dem Vorschlag kombinieren, das Protokoll als Tonaufnahme zu gestalten.

Schließlich sollte man vor allem vorschreiben, dass die Dokumentation streng chronologisch zu erfolgen hat. Indem man genau nachvollziehen kann, in welcher Reihenfolge Informationen abgefragt und vor allem präsentiert worden sind, ob es Wiederholungen gegeben hat oder ob Fakten quasi versteckt wurden, kann man eine Grundlage für die Bewertung der Verständlichkeit der Anlageberatung schaffen⁸²⁰.

2. Vorgesprochenes Format und Inhalt des Produktinformationsblattes

Die bewusste Anordnung der offenlegungspflichtigen und freiwillig weitergegebenen Informationen, hat einen starken Einfluss auf die Entscheidung des Anlageinteressenten⁸²¹. Deswegen muss auch an dieser Stelle regulatorisch angesetzt werden, um eine Beeinflussung der Anlageinteressenten durch die Art und Weise der Darstellung zu verhindern⁸²². Dabei könnte der Gesetzgeber auf vorhandenes Wissen aus dem Produktmarketing zurückgreifen, weil sich gerade dieser Wirtschaftszweig von jeher mit der günstigen Platzierung von Informationen und einer beeinflussenden Darstellung durch Hervorhebungen, verschiedenen Schrifttypen und Farbakzenten befasst⁸²³. Daneben ist es auch sinnvoll, konkrete Vorschriften zur Sprache und zum Satzbau zu machen⁸²⁴.

⁸¹⁸ Dazu *Law*, HKLJ 2010, 14 (38).

⁸¹⁹ Einen entsprechenden Vorschlag der Zeitschrift *Finanztest* aufgreifend *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312 (319 aE).

⁸²⁰ Siehe oben Kapitel 7 B. IV. S. 101f. und Kapitel 7 C. II. 2. S. 105f.

⁸²¹ Siehe oben Kapitel 5. B. 3. c) S. 74f.

⁸²² So auch *Avgouleas*, SSRN eLibrary 2006 (18).

⁸²³ Dazu *Kind*, 1997, S. 533. Auch dies ist im Übrigen ein sehr gutes Beispiel für die Vorteile eines fachübergreifenden Ansatzes bei der Lösung rechtlicher Probleme.

⁸²⁴ So auch *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1 (13f).

Eine weitere Idee wurde bereits in den Niederlanden umgesetzt⁸²⁵. Dort wird für den Großteil der Finanzprodukte eine Einordnung in eine von mehreren vorgegebenen Risikoklassen vorgeschrieben. Die jeweilige Risikoklasse wird in dem auch dort existierenden Produktinformationsblatt in Form eines Piktogramms, des so genannten Risikoindicators⁸²⁶, dargestellt. Der Vorteil gegenüber grundsätzlichen, nicht differenzierten Warnungen⁸²⁷ liegt darin, dass der Anlageinteressent einerseits die Risikohöhe erkennt und andererseits das Produkt mit anderen besser vergleichen kann⁸²⁸.

3. Stop-Loss-Marken

Da Anleger dazu neigen, Gewinne zu schnell und Verluste zu spät realisieren⁸²⁹, könnte man diesem Phänomen auch mit börsentechnischen Instrumenten, wie z.B. Stop-Loss-Marken begegnen⁸³⁰. Dabei wird in Bezug auf das zu erwerbende Finanzinstrument eine Verlustschwelle festgelegt, bei deren Erreichen die eingegangene Position glatt gestellt wird. Da dies erst nach einer Anlageentscheidung möglich ist, gehört das Setzen einer solchen Marke eigentlich auch nicht mehr zur Anlageberatung. Weil in der Praxis aber meist der Anlageberater die Anlageentscheidung für den Anleger umsetzt, könnte eine Stop-Loss-Marke noch im Verlauf des Beratungsgespräches erörtert und anschließend gesetzt werden⁸³¹. Dabei sollte man eine bestimmte Verlustschwelle wiederum als Standard-Option vorgeben. Diese könnte je nach Risikoklasse höher (z.B. 30% bei hochriskanten Zertifikaten) oder niedriger (z.B. 10% bei Staatsanleihen) sein.

Regulatorisch kann man eine solche Regelung umsetzen, indem man die Anlageberater verpflichtet, neben einer Empfehlung für ein bestimmtes Finanzprodukt auch gleichzeitig eine Empfehlung für eine bestimmte Stop-Loss-Marke abzugeben.

IV. Erwerbsverbot für ungeeignete Finanzprodukte

Eine Reduktion von Informations- und Verhaltensrisiko auf Null lässt sich in Bezug auf ein beliebiges Finanzinstrument auch dadurch erzielen, dass man den Handel mit Ihnen verbietet. Anders als die zuvor genannten Möglichkeiten, verließ der Gesetzgeber damit den Bereich einer liberalen (bzw. liberal-pater-nalistischen) Regulierungsphilosophie. Gänzlich ignorieren sollte man Verbote gleichwohl nicht. Denn wie bereits aufgezeigt wurde, nimmt die Möglichkeit, ein bestimmtes Finanzprodukt zu verstehen, mit Zunahme seiner Komplexität ab. Ab einem gewissen Punkt sind selbst die Emittenten kaum mehr in der Lage, auch nur theoretisch zu erklären, wann sich eine Anlage in eine bestimmte Richtung entwickelt⁸³². Es stellt sich daher schon die Frage, ob man nicht den Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten zu mindest für einen Teil der Anlageinteressenten beschränken sollte⁸³³.

⁸²⁵ Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe, 2010, S. 23.

⁸²⁶ Beispiel bei Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe, 2010, S. 23.

⁸²⁷ Wie etwa die in vielen Prospekten enthaltene allgemein gehaltene Angabe, dass Verluste bis hin zum Totalverlust grundsätzlich möglich sind.

⁸²⁸ *Law*, HKLJ 2010, 14 (33).

⁸²⁹ Kapitel 5 B. III. 3. S. 75f.

⁸³⁰ So auch *Fleischer* in: FS Immenga, 2004, S. 575 (583).

⁸³¹ Siehe dazu auch *Schwintowski*, BKR 2009, 217 (817).

⁸³² *Law*, HKLJ 2010, 14 (27).

⁸³³ In diesem Sinn auch *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.62; *Köndgen*, BKR 2011, 283 (283); *Law*, HKLJ 2010, 14 (27).

Bereits jetzt ist geregelt, dass im Rahmen der Anlageberatung ungeeignete Finanzprodukte nicht empfohlen werden dürfen⁸³⁴. Allerdings ist die Frage, wann ein bestimmtes Produkt für den jeweiligen Anlageinteressenten ungeeignet ist, immer im Einzelfall zu entscheiden. Das ist zwar auf den ersten Blick vorteilhaft, da es die Privatautonomie nicht beschränkt und einem liberalen Marktverständnis folgt. Außerdem bleibt so die Möglichkeit, in jedem Einzelfall die volle Bandbreite der angebotenen Finanzinstrumente empfehlen zu dürfen.

Auf der anderen Seite gibt es Finanzprodukte, die per se für die überwältigende Mehrheit der Anlageinteressenten, insbesondere Kleinanleger, nicht zu verstehen und deshalb ungeeignet sind⁸³⁵. Anstatt diesbezüglich darauf zu setzen, dass Anlageberater solche Produkte nicht empfehlen bzw. Gerichte etwaige Verstöße feststellen, könnte man bestimmte Finanzprodukte von vornherein mit einem Erwerbsverbot versehen⁸³⁶. Problematisch ist dabei jedoch, dass es für den Gesetzgeber schwierig sein dürfte, mit der Entwicklung am Finanzmarkt Schritt zu halten, weil immer neue Finanzinstrumente entwickelt und angeboten werden⁸³⁷. Insbesondere die Frage, welche konkreten Finanzinstrumente man verbietet und welche nicht, dürfte zu erheblichen praktischen Problemen führen, denn schließlich sind die Risiken ja nicht eindeutig quantifizier- und voneinander abgrenzbar. Die Produkthanbieter würden versuchen, ihre Angebote stets diesseits einer gesetzlichen Verbotslinie zu halten und zwangsläufig entstehende Lücken auszunutzen. Der Gesetzgeber müsste stets hinterher laufen, was sich aber durch eine Verordnungsermächtigung zugunsten einer Aufsichtsbehörde wie etwa der BaFin zumindest teilweise beheben lassen könnte.

Nicht nur deswegen sind Verbote nicht erste Wahl des Gesetzgebers bei der Lösung des Problems. Eine Verbreitung absoluter Handelsbeschränkungen dürfte auch an einem allgemeinen gesetzgeberischen Unbehagen in Bezug auf derart eindeutig paternalistische Regelungen scheitern⁸³⁸. Außerdem wären sie nicht gerade förderlich für die angestrebte Gesellschaft selbstbestimmter, mündiger Bürgern⁸³⁹.

D. Weitere Folgerungen aus den Erkenntnissen der behavioral finance für die Regulierung der Anlageberatung

I. Stärkung der Honorarberatung

Obwohl Anlageberater durch ihre beruflichen Kenntnisse und Erfahrungen grundsätzlich gut geeignet sind, die Interessen des Anlageinteressenten zu analysieren und geeignete Finanzinstrumente zu empfehlen, tritt dies in der Praxis oft nicht ein. Grund sind die gegenläufigen Interessen von Anlageinteressent und Anlageberater, zumindest solange diese wie in 99% der Fälle provisionsbasiert entlohnt werden⁸⁴⁰.

⁸³⁴ § 31 Abs. 4 WpHG.

⁸³⁵ Ebenso *Law*, HKLJ 2010, 14 (27); für Zertifikate ebenso *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (66).

⁸³⁶ Ebenso *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.62; Hong Kong Monetary Authority, Report of the Hong Kong Monetary Authority on Issues Concerning the Distribution of Structured Products Connected to Lehman Group Companies, 2008, S. 58.

⁸³⁷ *Köndgen*, BKR 2011, 283 (286).

⁸³⁸ In diesem Sinn auch *Law*, HKLJ 2010, 14 (28); *Lenenbach*, 2010, Rdnr. 11.63 („Informationspflichten leicht konsensfähig“).

⁸³⁹ *Law*, HKLJ 2010, 14 (28).

Die meisten Anlageberater stehen – frei nach dem Motto „Wes Brot ich ess, des Lied ich sing“ – schlicht nicht auf der Seite ihrer Kunden.

Abhelfen könnte diesem Dilemma eine Stärkung der Honorarberatung⁸⁴¹. Der Anlageinteressent sollte einen Anlageberater lieber unmittelbar bezahlen und diesen so dazu veranlassen, allein in seinem Interesse zu denken und zu empfehlen. Obwohl dies unbedingt vorteilhaft erscheint, hat die Honorarberatung derzeit noch einen schweren Stand.

Hauptgrund für die geringe Verbreitung der Honorarberater dürfte die grundsätzliche Abneigung der Anlageinteressenten sein, für die Dienstleistung „Anlageberatung“ Geld zu bezahlen. Dies hat zum einen traditionelle Gründe, bei denen sich nicht ohne weiteres ausmachen lässt, ob das gängige Provisionsmodell Ursache oder Wirkung ist. Denn während die Beauftragung eines Rechtsanwaltes in der öffentlichen und individuellen Wahrnehmung mit der Bezahlung eines (oft als zu hoch empfundenen) Honorars verbunden ist, wird die Anlageberatung in weiten Teilen der Bevölkerung als kostenloser Service erwartet. Zum anderen gibt es, im Vergleich zu Sachgütern, bei Dienstleistungen ganz allgemein ein niedrigeres Kostenbewusstsein⁸⁴². Die Immaterialität einer Beratung führt dazu, dass sich z.B. kaum jemand ziert, einen befreundeten Steuerberater in dessen Freizeit „mal eben“ um einen fachlichen Rat zu fragen, während dieselbe Person kaum den ebenso befreundeten Buchhändler um kostenlose Bücher bitten würde⁸⁴³.

Die Forderungen nach Stärkung der Honorarberater sind nunmehr auch beim Gesetzgeber angekommen⁸⁴⁴. Vorgeschlagen werden konkret eine Regelung des Berufsbildes der Honorarberater, inklusive Maßnahmen zur Qualitätssicherung, sowie die Schaffung einer Möglichkeit, etwaige Provisionen an den Anleger weiterzuleiten⁸⁴⁵. Bisher nicht aufgegriffen, wird die Möglichkeiten, die Attraktivität der Honorarberater durch Beschränkung des Provisionsmodells zu steigern. In andern Ländern wie etwa den Niederlanden oder dem Vereinigten Königreich werden die Honorarberater bereits jetzt z.B. durch Deckung der Abschlussprovisionen gefördert⁸⁴⁶.

II. Finanzbildung fördern

Ebenso wie die Stärkung der Honorarberatung wird auch die Förderung der Finanzbildung gefordert, um dem verbreiteten finanziellen Analphabetismus entgegenzuwirken. Die EU hat sich dieses Ziel bereits im Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 – 2010 auf die Fahnen geschrieben⁸⁴⁷.

⁸⁴⁰ *Habschick/Evers*, 2008, S. 86; *Schwintowski*, VuR 2010, 41 spricht von lediglich 180 Honorarberatern im Versicherungsbereich.

⁸⁴¹ Ebenso z.B.: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (26); *Habschick/Evers*, 2008, S. 152f.

⁸⁴² *Hirte*, Berufshaftung, 1996, S. 215.

⁸⁴³ Ebenso: *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (25f).

⁸⁴⁴ Vgl. Webseite des BMELV unter <http://www.bmelv.de/SharedDocs/Standardartikel/Verbraucherschutz/Finanzen-Versicherungen/EckpunkteHonorarberatung.html> zuletzt abgerufen am 20.07.2011.

⁸⁴⁵ Siehe die Vorschläge des BMELV unter dem Link in Fn. 844.

⁸⁴⁶ Selbiges für Deutschland empfehlend: *Habschick/Evers*, 2008, S. 153.

⁸⁴⁷ Dazu das Weißbuch der EU zur Finanzdienstleistungspolitik 2005 – 2010, unter Nummer 36f.; abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:175E:0401:0401:DE:PDF>, abgerufen am 14.07.2011; *Leinert*, Finanzieller Analphabetismus in Deutschland: Schlechte Voraussetzungen für eigenverantwortliche Vorsorge, http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-80110335-FFAB4F02/bst/xcms_bst_dms_15791__2.pdf; *Habschick/Evers*, 2008, S. 149.

Während z.B. im Vereinigten Königreich die Financial Service Authority⁸⁴⁸ bereits verpflichtet ist, das Verständnis der Öffentlichkeit für die Funktion des Kapitalmarktes zu fördern⁸⁴⁹, hat die BaFin noch keine entsprechenden Pflichten.

Allerdings ist bis jetzt auch nicht klar, wie eine solche Finanzbildung konkret aussehen könnte und ob dieser Ansatz wirklich verfolgt werden sollte, um die kapitalmarktrechtlichen Ziele zu erreichen. Es wurde bereits erläutert, dass und warum Anleger allenfalls langsam lernen⁸⁵⁰. Außerdem bestehen Zweifel, dass eine entsprechende Bildungsoffensive ein akzeptables Kosten-Nutzen-Verhältnis hätte⁸⁵¹. So fern man also in größerem Umfang, insbesondere unter Einbeziehung des allgemeinen Schulunterrichts, Finanzbildung betreiben will, bedarf es noch umfangreicher pädagogischer Untersuchungen.

III. Wechsel von der objektorientierten zur zielorientierten Beratung⁸⁵²

Neben dem untersuchten Anlegerleitbild hat der Gesetzgeber derzeit auch noch die Grundannahme, dass es im Rahmen einer Anlageberatung immer um die Entscheidung für ein bestimmtes Finanzprodukt geht. Die Frage, welche Ziele der Anlageinteressent verfolgt, ist dabei zwar an der Stelle relevant, an der es um die Abfrage von beabsichtigter Anlagedauer, Risikoneigung und Anlagezweck geht⁸⁵³. Sie dient je doch nur der Vorbereitung einer Anlageempfehlung durch den Anlageberater.

Statt dieser Herangehensweise könnte man aber auch die Ziele des Anlegers an den Anfang und in den Mittelpunkt der Anlageberatung stellen⁸⁵⁴. Der Anlageinteressent muss sich dazu zunächst im Klaren sein, welches Anlageziel er genau erreichen will, d.h. ob er einen bestimmte Rendite in einer bestimmten Zeitspanne anstrebt oder maximale Sicherheit z.B. bis zum Rentenalter. Dies würde dann Grundlage des Anlageberatungsvertrags. Der Anlageberater würde dann nur noch das Risiko für die Ziel erreichung erläutern und anschließend eine eigene Auswahl des Finanzproduktes vornehmen⁸⁵⁵. Das hätte für den Anlageinteressenten den Vorteil, dass er viel weniger Informationen verarbeiten muss und vor allem seine Entscheidung die niedrigste denkbare Komplexität aufweisen würde. Denn er muss im Prinzip nur noch seine Präferenzen festlegen und sich mit der Chance-Risiko-Relation dafür befassen. Einzelne Produkte muss er nicht mehr analysieren.

IV. Regulierung der Anlageberater: Zulassung, Sachkundenachweis, Fortbildungsverpflichtungen, Haftpflichtversicherung

Weil ein Wechsel der allermeisten Anlageberater von provisionsbasierter Entlohnung hin zur Honorarberatung auch angesichts der Bestrebungen des Gesetzgebers nicht wahrscheinlich ist⁸⁵⁶, muss die Qualität der Anlageberater zunächst mit anderen Mitteln gesteigert werden.

⁸⁴⁸ Das britische Äquivalent zur BaFin. Ab 1. April 2013 übernimmt die „Financial Conduct Authority“ die Aufgaben.

⁸⁴⁹ Siehe Art. 4 des Financial Services and Markets Act 2000. Dort heißt es: „The public awareness objective is: promoting public understanding of the financial system.“

⁸⁵⁰ Siehe dazu oben Kapitel 5. C. III. S. 79f.

⁸⁵¹ Dazu auch *Law*, HKLJ 2010, 14 (34).

⁸⁵² Instruktiv dazu: *Schwintowski*, BKR 2009, 217 (220); *Schwintowski/Schäfer*, 2011, S. 705f.

⁸⁵³ § 31 Abs. 4 WpHG, § 6 WpDVerOV. *Koller* in: *Assmann/Schneider* 5. Aufl., § 31 Rdnr. 46f.

⁸⁵⁴ *Schwintowski/Schäfer*, 2011, S. 705f.

⁸⁵⁵ *Schwintowski*, BKR 2009, 217 (220).

⁸⁵⁶ Siehe dazu bereits oben Kapitel 8 D. I. S. 123f.

Der Beruf des Anlageberaters unterliegt, anders als der des Rechtsanwalts⁸⁵⁷ oder auch des Versicherungsvermittlers⁸⁵⁸, erst seit diesem Jahr einer gewissen Regelung. Mit der Einführung des § 34d Abs. 1 WpHG⁸⁵⁹ müssen Anlageberater nunmehr „sachkundig“ und „zuverlässig“ sein. Was genau darunter zu verstehen ist, kann durch eine Rechtsverordnung geregelt werden, § 34d Abs. 6 WpHG. Außerdem muss der BaFin der Name des Anlageberaters sowie alle eventuellen Beschwerden von Kundenseite zur Kenntnis gebracht werden. Sollte ein Anlageberater die gesetzlichen Vorgaben des § 34d Abs. 1 WpHG nicht einhalten, kann die BaFin Sanktionen bis hin zum Berufsverbot verhängen, § 34d Abs. 4 WpHG. Durch diese Regelungen will der Gesetzgeber ein „einheitliches Mindestniveau“⁸⁶⁰ der Anlageberatungsqualität erreichen und „disziplinierend“⁸⁶¹ wirken.

Daneben ist es denkbar, auch wenn das nicht unmittelbar einen Bezug zum Verhaltensrisiko hat, die Anlageberater zum Abschluss einer Vermögensschadenshaftpflichtversicherung zu verpflichten. Außerdem sollten gestufte und aufeinander aufbauende Bildungsnachweise geschaffen werden, die es einem Anlageinteressenten leicht ermöglichen, die formale Qualifikation seines Anlageberaters zu ermitteln. Entsprechende Zertifikate wären nicht nur an einmalige Prüfungen, sondern auch an kontinuierliche Fortbildungen analog der Vorschriften für Fachanwälte⁸⁶² zu knüpfen.

⁸⁵⁷ Geregelt in der BRAO.

⁸⁵⁸ Geregelt in den §§ 59 VVG.

⁸⁵⁹ Gemäß § 9 Abs. 4 Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 05.04.2011, BGBl. I, 2011, S. 538f. ab 01.11.2012 in Kraft.

⁸⁶⁰ BT-Drucks. 17/3628 S. 22 unter „zu Nummer 8“.

⁸⁶¹ BT-Drucks. 17/3628 S. 22 unter „zu Nummer 8“.

⁸⁶² § 15 Fachanwaltsordnung der BRAK.

Thesen

1. Ausgangspunkt: Anleger büßen aufgrund fehlerhafter Anlageberatung jedes Jahr Vermögen in Höhe von etwa 20 bis 30 Milliarden Euro ein⁸⁶³. Der Gesetzgeber versucht, dem durch anlegerschützende Gesetzgebung zu begegnen.

2. Ein konsistentes gesetzgeberisches Anlegerleitbild existiert nicht. Die Ansicht, dass ein solches Anlegerleitbild besteht und es im Wesentlichen dem homo oeconomicus-Modell⁸⁶⁴ entspricht⁸⁶⁵, greift zu kurz und lässt Entscheidendes außer Acht. Zum einen existiert kein einheitliches Anlegerleitbild. Zwar wird ein solches vor allem in Begründungen zu und Entwürfen von Gesetzen propagiert, de facto lässt das jeweilige Schutzkonzept der verschiedenen anlegerschützenden Regelungen aber nur den Schluss zu, dass unterschiedliche Leitbilder verwendet werden. Auch aus scheinbar konkreten Annahmen, wie dem Begriff des „verständigen Anlegers“ des § 13 WpHG lässt sich nicht auf ein Anlegerleitbild schließen. Denn dort ist nicht der Anlageinteressent Adressat der Norm, vielmehr resultiert der Begriff des „verständigen Anlegers“ aus einem Bedürfnis nach praktikabler Handhabbarkeit der Insiderproblematik.

Richtig ist allerdings, dass sich aus dem vorherrschenden Informationsmodell auf ein Grundverständnis vom Anlegerverhalten schließen lässt, das einem (eingeschränkten) homo oeconomicus-Modell entspricht. Denn während der homo oeconomicus mittels der Erwartungsnutzentheorie seinen Eigennutzen maximiert und dabei alle relevanten Informationen unverzerrt verarbeitet, geht der Gesetzgeber zu mindest davon aus, dass dem Anlageinteressenten nicht alle Informationen vorliegen. Da der Anlageinteressent aber, der gesetzgeberischen Unterstellung nach, rational entscheidet, sobald er alle Informationen hat, lässt sich der (eingeschränkte) homo oeconomicus als grundlegendes gesetzgeberisches Leitbild festhalten. Für eine entsprechende Haltung des Gesetzgebers spricht außerdem, dass andernfalls die gesetzlich vorgeschriebene Überflutung mit Informationen vorsätzlich erfolgen würde.

3. Die Masse an Pflichtinformationen kann weder in Gänze aufgenommen noch unverzerrt verarbeitet werden. Die kognitiven Fertigkeiten, die die Anleger zur Bewältigung der Daten einsetzen, und ihre psychologischen Grundbedürfnisse, wie dem Streben nach Dissonanzfreiheit und Kontrolle über ihr Leben, führen zunächst zu Fehlbewertungen der Materie. Aus diesen resultieren unmittelbar nachteilige, weil unökonomische, Anlageentscheidungen, die schließlich zu Verlusten führen. Damit ist in letzter Instanz auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gefährdet, weil sich Anleger dauerhaft vom Kapitalmarkt zurückziehen können. Die durch das Informationsmodell bedingte Informationsflut hat also den kontraintentionalen Effekt einer Verschlechterung des Anlegerschutzes.

4. Zur Abhilfe ist zunächst ein entsprechendes Problembewusstsein beim Gesetzgeber zu schaffen. Darauf aufbauend müsste er sein Grundverständnis von den kognitiven Fähigkeiten und den psychologi

⁸⁶³ *Rehberg*, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12 (11) mwN; ähnliche Zahlen liegen der Studie des Verbraucherministeriums aus dem Jahr 2008 zugrunde *Habschick/Evers*, 2008, S. 12.

⁸⁶⁴ Bzw. dem „verständigen Anleger“, als seinem kapitalmarktrechtlichen Äquivalent.

⁸⁶⁵ *Teigelack*, 2009, S. 83f.; *Veil*, ZBB 2006, 162 (171).

schen Grundbedürfnissen der Anlageinteressenten anpassen. Die Wirklichkeit außer Acht zu lassen, ist zwar durch einige gute Argumente in gewissem Maße zu begründen, muss aber in jedem Fall dort seine Grenze finden, wo sich der Normadressat nicht mehr entsprechend des zugrunde liegenden Leitbildes verhalten kann. Ein angepasstes Leitbild muss den Abweichungen der Realität vom homo oeconomicus-Modell Rechnung tragen, dabei aber gleichzeitig noch so griffig sein, dass sich auf seiner Grundlage arbeiten lässt.

Weil sich die Abweichungen der Anlageinteressenten von den Vorstellungen des Gesetzgebers erst dann stark auswirken, wenn diese eine Vielzahl von Informationen zu berücksichtigen haben, muss die begrenzte Verarbeitungskapazität im Modell berücksichtigt werden. Die Reduktion der Informationskomplexität und eine strenge Strukturierung der Art und Weise der Darstellung sind dazu notwendig.

5. De lege lata lassen sich die Erkenntnisse der behavioral finance nur eingeschränkt umsetzen, so lange die Grundlage der jeweils relevanten Regelung das Informationsmodell ist. Zumindest auf der zivilrechtlichen Ebene besteht aber die Möglichkeit, den tatsächlichen Abweichungen der Anlageinteressenten vom Rationalmodell Rechnung zu tragen.

6. Wirkliche Verbesserungen des Anlegerschutzes durch Einbeziehung der Erkenntnisse der behavioral finance sind jedoch nur de lege ferenda möglich. Dabei kann das Informationsmodell grundsätzlich beibehalten werden. Es ist allerdings notwendig, die begrenzten Informationsverarbeitungskapazitäten der Anlageinteressenten durch ein Ausdünnen und Strukturieren der Pflichtinformationen zu berücksichtigen. Daneben bedarf es neuer Aufklärungspflichten hinsichtlich der Gefahren, die sich aus den Verhaltensmustern der Anlageinteressenten und den Eigeninteressen der Anlageberater ergeben. Vor einer etwaigen Entscheidung muss schließlich getestet werden, ob bzw. was der Anlageinteressent vom Inhalt des Beratungsgesprächs wirklich verstanden hat.

Außerdem sollte mit einer liberal-paternalistischen Regulierungsphilosophie versucht werden, den Anlageinteressenten auf bestimmte Anlageentscheidungen zu lenken ohne ihm dabei seine Wahlfreiheit zu nehmen. Dazu muss durch den Gesetzgeber eine Analyse sinnvoller Standard-Optionen für die wichtigsten Entscheidungen im Rahmen der Anlageberatung bzw. -entscheidung erfolgen. Auch für mögliche Schadensersatzprozesse ist es schließlich notwendig, die Dokumentationspflicht zu ergänzen und auszuweiten, so dass das Anlageberatungsprotokoll eine nützliche Hilfe für den Anleger wird. So könnten fehlerhafte Anlageberatungen und deswegen geltend gemachte Schadensersatzansprüche Rechtsprechung und Literatur in Zukunft in weniger erheblichem Umfang beschäftigen.

Literaturverzeichnis

- Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren, Grundlagen, wirtschaftliche Zusammenhänge, Chancen und Risiken, Köln (März 2004).
- The avuncular state, A smarter, softer kind of paternalism is coming into style, *The Economist* (vom 06.04.2006), <http://www.economist.com/node/6768159/>
- (o.V.), "Beschluss zur Organspende - Die Freiheit, unentschlossen zu sein", *SZ* vom 01.07.2011, <http://www.sueddeutsche.de/politik/2.220/organspende-beschlus>.
- Abramson, Lyn Y./Seligman, Martin E./Teasdale, John D.*, Learned helplessness in humans: Critique and reformulation, *Journal of Abnormal Psychology* 1978, 49
- Agnew, Julie R./Szykman, Lisa R.*, Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience, *Journal of Behavioral Finance* 2005, 57
- Anders, Julia/Rothenhöfer, Kay*, Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft und AGB in der Kreditwirtschaft, *WM* 2010, 1429
- Arkes, Hal R./Blumer, Catherine*, The psychology of sunk cost, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1985, 124
- Aronson, Elliot*, Reviewed work(s): A Theory of Cognitive Dissonance by Leon Festinger, *The American Journal of Psychology* 1997, 127
- Assmann, Heinz-Dieter*, § 13 in: *Wertpapierhandelsgesetz*, Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009
- Assmann, Heinz-Dieter*, § 14 in: *Wertpapierhandelsgesetz*, Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009
- Avgouleas, Emilios*, Cognitive Biases and Investor Protection Regulation an Evolutionary Approach, SSRN eLibrary 2006, <http://ssrn.com/paper=1133214>.
- Avgouleas, Emilios*, The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, *European Company & Financial Law Review* 2009, 440
- Avgouleas, Emilios*, The global financial crisis, behavioral finance and financial regulation: In search of a new orthodoxy, *Journal of Corporate Law Studies* 2009, 23
- Barber, Brad M./Odean, Terrance*, Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics* 2001, 261, <http://www.jstor.org/stable/2696449>.
- Baur, Jürgen*, § 20 in: *Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlage rechts*, 3., neubearb. Aufl., München 2007.
- Beck, Hanno*, Ein kleiner Schubser für die Menschheit, *FAZ.NET* vom 05.07.2010, <http://www.faz.net/01ay1k>.
- Beck, Heiko*, § 1 WpHG in: *Kapitalmarktrechtskommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Aufl., München 2004.

- Beck, Heiko*, § 2 WpHG in: *Kapitalmarktrechtskommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Aufl., München 2004.
- Benartzi, Shlomo/Peleg, Ehud/Thaler, Richard H.*, Choice Architecture and Retirement Saving Plans, SSRN eLibrary (2007), <http://ssrn.com/paper=999420>.
- Benartzi, Shlomo/Thaler, Richard H.*, Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *The Quarterly Journal of Economics* 1995, 73
- Berrar, Carsten*, Anmerkung zu OLG Bamberg, Urteil vom 1. 10. 2001, Az.: 4 U 62/01, BKR 2002, 188
- Black, Fischer*, Noise, *Journal of Finance* 1986, 529, <http://www.blackwellpublishing.com/journal.asp?ref=0022-1082>.
- Blechschmidt, Carsten*, Untersuchung des Anlageverhaltens von Sparkassenkunden aus dem Blickwinkel der behavioral finance, Hamburg 2007
- Böhm, Michael*, Regierungsentwurf zur Verbesserung der Durchsetzbarkeit von Ansprüchen aus Falschberatung, BKR 2009, 221
- Böhm, Monika/Schwarz, Philip*, Möglichkeiten und Grenzen bei der Begründung von energetischen Sanierungspflichten für bestehende Gebäude, NVwZ 2012, 129
- Brandt, Markus*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, Wertpapiergeschäftliche Informationspflichten im Spiegel kapitalmarktlicher Effizienz, 1. Aufl., Baden-Baden 2002
- Brinckmann, Hendrik*, Lehman-Zertifikate und die Neuregelungen bei der Anlageberatung anlässlich der Reform des SchVG – Lässt sich eine vorsichtiger Beratungspraxis etablieren?, BKR 2010, 45
- Bruski, Johannes*, Vor § 104 in: *Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 3. Aufl., München
- Buck-Heeb, Petra*, Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung, ZHR 2012, 66
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum neuen Tatbestand der Anlageberatung 24.07.2007
- Camerer, Colin/Issacharoff, Samuel/Loewenstein, George/O'Donoghue, Ted/Rabin, Matthew*, Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for Asymmetric Paternalism, *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 1211
- Choi, James J./Laibson, David I./Madrian, Brigitte/Metrick, Andrew*, For Better or for Worse: Default Effects and 401(K) Savings Behavior, SSRN eLibrary (2001), <http://ssrn.com/paper=294089>.
- Daniel, Kent D./Hirshleifer, David A./Subrahmanyam, Avanidhar*, A Theory of Overconfidence, Self-Attribution, and Security Market Under- and Over-reactions, SSRN eLibrary (1997), <http://ssrn.com/paper=2017>.

- Eidenmüller, Horst*, Rechtswissenschaft als Realwissenschaft, JZ 1999, 53
- Eidenmüller, Horst*, Der homo oeconomicus und das Schuldrecht: Herausforderungen durch Behavioral Law and Economics, JZ 2005, 216
- Eidenmüller, Horst*, Liberaler Paternalismus, JZ 2011, 814
- Ekkenga, Jens*, Effektingeschäfte in: *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch – Band 5*, 1. Aufl., Vahlen 2001.
- Ekkenga, Jens*, Effektingeschäfte in: *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch – Band 5*, 2. Aufl., München 2009, Rn. 1-576.
- Fischhoff, B.*, Hindsight [unequal] foresight: the effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, *Quality and Safety in Health Care* 2003, 304
- Fleischer, Holger*, Behavioral law and economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – ein Werkstattbericht in: *Fuchs, Andreas* (Hrsg.), *Wirtschafts- und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung*, Festschrift für Ulrich Immenga zum 70. Geburtstag, München 2004, S. 575-587.
- Fleischer, Holger*, Zur Zukunft der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Forschung, *ZGR* 2007, 500
- Fleischer, Holger/Merkt, Hanno*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, *Kapitalmarkt rechtliches Teilgutachten. Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, [Einzelausg.]*, München 2002
- Gansel, Timo/Gängel, Andreas*, Die Anforderungen an die Vermittlung von Kapitalanlagen und die Beratung von Kapitalanlegern, *NJ* 2010, 312
- Gewiese, Susanne*, Individueller Anlegerschutz bei Finanzdienstleistungen 2009, Dissertation Tübingen.
- Gigerenzer, Gerd/Gaissmaier, Wolfgang*, Denken und Urteilen unter Unsicherheit: Kognitive Heuristiken in: *Funke, Joachim* (Hrsg.), *Denken und Problemlösen*, ; Bd. 8, Göttingen 2006, S. 330-374.
- Goldberg, Joachim/Nitzsch, Rüdiger von*, *Behavioral Finance, Gewinnen mit Kompetenz*, 4. Aufl., München 2004
- Gosselin, Dominique/Gagnon, Sylvain/Stinchcombe, Arne/Joanisse, Mélanie*, Comparative optimism among drivers: An intergenerational portrait, *Accident Analysis & Prevention* 42 (2010/3), 734, <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V5S-4XVHS82-2/2/d792fd7bcf1f023ead891109afc95ce7>.
- Grinblatt, Mark/Titman, Sheridan/Wermers, Russell R.*, Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior, *SSRN eLibrary* (1994), <http://ssrn.com/paper=5686>.
- Grundmann, Stefan*, § 31 in: *Handelsgesetzbuch*, 2. Aufl., München 2009.
- Habersack, Mathias*, Grundsatz und Praxisfragen, Eröffnungsreferat auf dem Bankrechtstag 2010, Bonn 25.06.2010

- Habschick, Marco/Evers, Jan*, Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen 2008
- Hannöver, Martin*, § 110 in: *Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., München
- Herbert Smith/Gleiss Lutz/Stibbe, A changing landscape, Regulatory developments in the distribution of retail investment products UK, France, Germany, Spain, Netherlands and the UAE 2010
- Herresthal, Carsten*, Die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen und die Folgen ihrer Verletzung, ZBB 2009, 348
- Hirte, Heribert*, Berufshaftung, Ein Beitrag zur Entwicklung eines einheitlichen Haftungsmodells für Dienstleistungen, München 1996
- Hirte, Heribert*, Die aktienrechtliche Satzungsstrenge, Kapitalmarkt und sonstige Legitimation versus Gestaltungsfreiheit. in: *Lutter, Marcus* (Hrsg.), Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, Deutschland Europa und USA, Berlin, New York 1998, S. 61-98.
- Hofmann, André*, Aufklärung und Anlageberatung, Pflichtenmaßstab und Kausalität, Frankfurt, M., Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien 2007
- Hong Kong Monetary Authority, Report of the Hong Kong Monetary Authority on Issues Concerning the Distribution of Structured Products Connected to Lehman Group Companies 31.12.2008
- Hopt, Klaus J.*, § 107 in: *Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., München
- Hopt, Klaus J.*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975
- Ilg, Luisa*, Die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln durch die Richtlinie 2004/39/EG: eine Verbesserung des Anlegerschutzes im Vergleich zum derzeitigen deutschen Recht? 2006
- Janson, Gunnar*, Ökonomische Theorie im Recht, Anwendbarkeit und Erkenntniswert im allgemeinen und am Beispiel des Arbeitsrechts, Berlin 2004
- Jellinek, Georg*, Die Erklärung der Menschen- und Bürgerrechte: ein Beitrag zur modernen Verfassungsgeschichte, Leipzig 1895
- Jungermann, Helmut/Belting, Julia*, Interaktion des "als ob": Privatanleger und Anlageberater, Gruppendynamik und Organisationsberatung 2004, 239, <http://dx.doi.org/10.1007/s11612-004-0025-6>.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*, Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science 1974, 1124
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica 1979, 263
- Kappus, Andreas*, Abgrenzung von Individual- und Formularverträgen - Möglichkeiten und Grenzen der Mietvertragsgestaltung, NZM 2010, 529
- Kind, Sandra*, Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information - aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtgesetz, Berlin, Mainz 1997
- Kirstein, Roland*, Ökonomische Analyse des Rechts, Berkeley Electronic Press (2004), Article 4, <http://www.bepress.com/gwp/default/vol2004/iss1/art4>.

- Klöhn, Lars*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006
- Koch, Jens*, § 31a in: *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., München 2010
- Kohlert, Daniel*, Anlageberatung und Qualität - ein Widerspruch?, Zur Utopie qualitativ hochwertiger Anlageberatung im Retail-Banking, 1. Aufl., Baden-Baden 2009
- Koller, Ingo*, Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht in: *Baums, Theodor/Wertenbruch, Johannes/Lutter, Marcus u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Ulrich Huber, Zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 2006, S. 821-840
- Koller, Ingo*, § 31 in: *Wertpapierhandelsgesetz*, Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009
- Koller, Ingo*, Vor § 31 in: *Wertpapierhandelsgesetz*, Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009
- Köndgen, Johannes*, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes - zugleich Anmerkung zu BGH, Urt. v. 22. 3. 2011, Az.: XI ZR 33/10, BKR 2011, 283
- Kümpel, Siegfried*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Köln 2004
- Kümpel, Siegfried*, Verbraucherschutz im Bank- und Kapitalmarktrecht, WM 2005, 1
- Lampe, Marc H.*, Anlageberatung und -vermittlung und Offenlegung von Rückvergütungen: Stand der Rechtsprechung, NJOZ 2009, 4893
- Lang, Norbert*, Das neue Investmentgesetz und das fehlende Anlegerleitbild des Gesetzgebers, VuR 2004, 201
- Lang, Volker/Kühne, Andreas Otto*, Anlegerschutz und Finanzkrise noch mehr Regeln?, WM 2009, 1301
- Langen, Markus*, Die kenntnisabhängige Verjährung bei Anlageberatung und Prospekthaftung, NZG 2011, 94
- Langer, Ellen J./Roth, Jane*, Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task, Journal of Personality and Social Psychology 1975, 951
- Law, Michael*, Behavioural Risk Disclosure and Retail Investor Protection: Reflections on the Lehman Brothers Minibonds Crisis, HKLJ 2010, 14
- Leinert, Johannes*, Finanzieller Analphabetismus in Deutschland: Schlechte Voraussetzungen für eigenverantwortliche Vorsorge, http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-80110335-FFAB4F02/bst/xcms_bst_dms_15791__2.pdf
- Lenenbach, Markus*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Köln 2010
- Lieth, Oliver*, Die ökonomische Analyse des Rechts im Spiegelbild klassischer Argumentationsrestriktionen des Rechts und seiner Methodenlehre, 1. Aufl., Baden-Baden 2007

- Luttermann, Claus*, Juristische Analyse von Ökonomie, Staat und Gesellschaft, ZRP 2010, 1
- Madrian, Brigitte C./Shea, Dennis F.*, The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior, Quarterly Journal of Economics 2001, 1149
- Maier, Arne*, Das obligatorische Beratungsprotokoll: Anlegerschutz mit Tücken, VuR 2011, 3
- Märker, Klaus*, Fehlerhafte Anlageberatung beim Vertrieb von Lehman-Zertifikaten - eine Zwischenbilanz, NJOZ 2010, 524
- Märker, Klaus/Hillesheim, Rainer*, Brennpunkt Finanzkrise, Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65
- Martinek, Michael*, Unsystematische Überregulierung und kontraintentionale Effekte im europäischen Verbraucherschutz oder: Weniger wäre mehr in: *Grundmann, Stefan* (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, Gesellschafts- Arbeits- und Schuldvertragsrecht, Tübingen 2000, S. 511-557
- Micklitz, Hans-W.*, § 13 in: *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 5. Aufl., München 2006
- Micklitz, Hans-W.*, Vorbemerkung zu §§ 13, 14 in: *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 5. Aufl., München 2006
- Mitchell, Gregory*, Libertarian Paternalism Is an Oxymoron, FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 136; FSU College of Law, Law and Economics Paper No. 05-02, <http://ssrn.com/paper=615562>
- Möllers, Thomas M.J.*, Vermögensbetreuungvertrag, graue Vermögensverwaltung und Zweitberatung, Vertragstypen zwischen klassischer Anlageberatung und Vermögensverwaltung, WM 2008, 93
- Möllers, Thomas M.J./Christ, Dominique/Harrer, Andreas*, Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, NZG 2010, 1167
- Möllers, Thomas M.J./Kernchen, Eva*, Information Overload am Kapitalmarkt, Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis, ZGR 2011, 1
- Mülbert, Peter O.*, Anlegerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149
- Muth, John F.*, Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica* 29 (1961), 315, <http://www.jstor.org/stable/1909635>
- Nickerson, Raymond S.*, Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises, *Review of General Psychology* 1998, 175
- Noack, Ulrich/Holzborn, Timo*, § 12 WpÜG in: *Kapitalmarktrechtskommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Aufl., München 2004
- Nobbe, Gerd*, Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Wertpapieranlagen in: *Horn, Norbert/Schimansky, Herbert* (Hrsg.), *Bankrecht* 1998, Bd. 12, Köln 1998, S. 235-263
- Nobbe, Gerd*, Verjährung von Forderungen im Bank- und Kapitalmarktrecht in der Praxis, ZBB 2009, 93

- Nofsinger, John R./Sias, Richard W.*, Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors, *The Journal of Finance* 1999, 2263, <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00188>
- Öchsner, Thomas*, "Seien Sie eine Nervensäge mit Stil", *SZ* vom 09.03.2004, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/dresdner-bank-seien-sie-eine-nervensaege-mit-stil-1.917726>
- Paredes, Troy A.*, Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, SSRN eLibrary 2003, <http://ssrn.com/paper=413180>
- Pfeiffer, Florian*, Der Schutz des (Klein-) Anlegers im Rahmen der Verhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG, Verbraucherschützende Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, Augsburg
- Pfeiffer, Thomas*, Was kann ein Verbraucher?, Zur Relevanz von Informationsverarbeitungskapazitäten im AGB-Recht und darüber hinaus, *NJW* 2011, 1
- Piper, Henning*, § 2 in: *Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb*, Mit Preisangabenverordnung; Kommentar, 5. Aufl. des von Helmut Köhler und Henning Piper begr. und in der 4. Aufl. von Henning Piper und Ansgar Ohly bearb. Werkes, München 2010.
- Plickert, Philip*, Wider den Paternalismus, Eine notwendige Kritik der Verhaltensökonomik, *FAZ* vom 16.04.2012
- Podewils, Felix*, Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht, Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, *DStR* 2009, 1914
- Podewils, Felix/Reisich, Dennis*, Haftung für „Schrott“-Zertifikate? – Aufklärungs- und Beratungspflichten nach BGB und WpHG beim Erwerb von Zertifikaten, *NJW* 2009, 116
- Rehberg, Markus*, Der Versicherungsabschluss als Informationsproblem, Die Gewährleistung freier Produktwahl in der Privatversicherung, 1. Aufl., Baden-Baden 2003
- Rehberg, Markus*, Transparenz beim Vertrieb von Finanzprodukten - Das Konzept der Kompensation mangelnder Produkt- durch Statustransparenz vor dem Hintergrund der aktuellen europäischen Rechtsentwicklung, *WM* 2005, 1011
- Rehberg, Markus*, Der staatliche Umgang mit Information, - Das europäische Informationsmodell im Lichte von Behavioral Economics -, Berkeley Electronic Press 2007, Article 12, www.bepress.com/gwp.
- Reinelt, Ekkehart*, Haftung aus Prospekt und Anlageberatung bei Kapitalanlagefonds, *NJW* 2009, 1
- Rettig, Daniel/Borghardt, Diane*, Warum Chefs immer wieder an ihrem Ego scheitern, *WiWo.de* vom 27.08.2010, <http://www.wiwo.de/management-erfolg/warum-chefs-immer-wieder-an-ihrem-ego-scheitern-438992/>
- Rittner, Fritz*, Das Modell des homo oeconomicus und die Jurisprudenz, *JZ* 2005, 668

- Roth, Günter H.*, § 11 in: *Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlage rechts, 3. Aufl., München 2007
- Rothenhöfer, Kay*, § 31 in: *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverord nung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospekt verordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., Mün chen 2010.
- Russo, J. Edward/Schoemaker, Paul J. H.*, Managing Overconfidence, Sloan Management Review 1992, 7
- Schäfer, Frank A.*, § 19 in: *Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlage rechts, 3. Aufl., München 2007
- Schäfer, Holger*, § 31 WpHG in: *Heidel, Thomas* (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht : Aktienge setz, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Steuerrecht, Europarecht, 2. Aufl., Baden-Baden 2007
- Schindele, Matthäus*, Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungspro spekts für den amtlichen Markt: eine Studie zur deutschen und US-amerikanischen Rechtslage, 1. Aufl., 2008
- Schmidtchen, Dieter*, Homo oeconomicus und das Recht, Berkeley Electronic Press (2001), Article 13, <http://www.bepress.com/gwp/default/vol2001/iss1/art13>
- Schnabel, Ulrich*, Das Wesentliche im Blick, DIE ZEIT vom 28.04.2011
- Schnyder, Anton K.*, Internationales Kapitalmarktrecht in: *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 11, 5. Auflage, 4. Aufl., München 2010
- Schünemann, Wolfgang B.*, Mündigkeit versus Schutzbedürftigkeit, Legitimationsprobleme des Verbrau cher-Leitbildes. in: *Pfeiffer, Gerd/Kummer/Joachim u. a.* (Hrsg.), Festschrift für Hans Erich Brand ner zum 70. Geburtstag 1996, S. 279-299
- Schütze, Rolf A.*, § 40 in: *Loschelder, Michael/Erdmann, Willi/Ahrens, Hans-Jürgen u. a.* (Hrsg.), Hand buch des Wettbewerbsrechts, 4. Aufl., München 2010
- Schwark, Eberhard*, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht in: *Lutter, Marcus/Mertens, Hans-Joachim/Ulmer, Peter* (Hrsg.), Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. Novem ber 1985, Berlin 1985, S. 1087-1111
- Schwark, Eberhard*, § 14 WpHG in: *Kapitalmarktrechtskommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungs verordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Aufl., München 2004
- Schwark, Eberhard*, Vor § 31 in: *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Börsengesetz mit Börsenzulassungsver ordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufspro spektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., München 2010
- Schweizer, Mark Daniel*, Kognitive Täuschungen vor Gericht, Dissertation, 2005
- Schwintowski, Hans P./Schäfer, Frank A.*, Bankrecht, 3., Aufl., Köln 2011

- Schwintowski, Hans-Peter*, Der Geeignetheitstest nach § 31 Abs. 4 WpHG, BKR 2009, 217
- Schwintowski, Hans-Peter*, Honorarberatung - quo vadis?, VuR 2010, 41
- Schwintowski, Hans-Peter/Schäfer, Frank A.*, Bankrecht, Commercial Banking - Investment Banking, Köln, Berlin 1997
- Seibt, Christoph H.*, 23 in: *Aktiengesetz*, I. Band §§ 1 - 149, Köln, S. 351-384
- Sethe, Rolf*, § 12 in: *Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 3. Aufl., München 2007
- Shleifer, Andrei*, Inefficient markets, An introduction to behavioral finance, Oxford 2003
- Simon, Herbert A.*, A Behavioral Model of Rational Choice, *The Quarterly Journal of Economics* 69 (1955), 99, <http://www.jstor.org/stable/1884852>
- Simon, Herbert A.*, Rational choice and the structure of the environment, *Psychological Review* 1956, 129
- Smith, Christine M./Tindale, R. Scott/Steiner, Linda*, Investment Decisions by Individuals and Groups in 'Sunk Cost' Situations: The Potential Impact of Shared Representations, Group Processes & Intergroup Relations 1 (1998), 175, <http://gpi.sagepub.com/content/1/2/175.abstract>
- Spindler, Gerald*, Prime Standard and General Standard - Die Börse als Ersatzgesetzgeber für Quartalsberichte?, WM 2003, 2073
- Spindler, Gerald*, Aufklärungspflichten im Bankrecht nach dem „Zins-Swap-Urteil“ des BGH, NJW 2011, 1920
- Stackmann, Nikolaus*, Probleme mit der Fiktion - Die Feststellung der Kausalität von Beratungsfehlern, NJW 2009, 3265
- Stout, Lynn A.*, The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, *Journal of Corporation Law* 2003, 635
- Sunstein, Cass R./Thaler, Richard H.*, Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron, *The University of Chicago Law Review* 2003, 1159, <http://www.jstor.org/stable/1600573>.
- Teigelack, Lars*, *Finanzanalysen und Behavioral Finance*, Baden-Baden 2009
- Thaler, Richard H./Sunstein, Cass R.*, *Nudge, Wie man kluge Entscheidungen anstösst*, Berlin 2009
- Thaler, Richard H./Sunstein, Cass R./Balz, John P.*, Choice Architecture, SSRN eLibrary 2010, <http://ssrn.com/paper=1583509>
- Thompson, Suzanne C.*, Illusions of Control: How We Overestimate Our Personal Influence, *Current Directions in Psychological Science* (Wiley-Blackwell) 1999, 187
- Trüg, Gerson*, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, 3202
- v. Finckenstein, Barbara/Wehlte, Stefan*, Aktuelle Aspekte des Anlegerschutzes - 11. Rostocker Bankentag 10. 11. 2005, BKR 2006, 123

- v. Heymann, Ekkehard/Edelmann, Hervé, § 4 in: Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A. (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., München 2007
- Veil, Rüdiger, Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarkt, ZBB 2006, 162
- Veil, Rüdiger, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID, Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung, WM 2007, 1821
- Veil, Rüdiger, Aufklärung und Beratung über die fehlende Einlagensicherung von Lehman-Zertifikaten?, - eine Analyse der zivil- und aufsichtsrechtlichen Pflichten bei der Anlageberatung -, WM 2009, 1585
- Vogel, Joachim, § 20a in: Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009
- Wagner, Klaus R., Sind Kapitalanleger Verbraucher?, - Zum Verhältnis von Kapitalanlagerecht zum Verbraucherschutzrecht -, BKR 2003, 649
- Wagner, Klaus R., Neue Entwicklungen zur Anlagevermittler-/Anlageberaterhaftung (Teil I), DStR 2004, 1836
- Wagner, Klaus R., Freier Kapitalanlagemarkt: Bewusste und eigenverantwortliche Entscheidung von Anlegern, Aus Anlass des BGH-Urteils vom 26.10.2004, DStR 2005, 1449
- Weichert, Tilman/Wenninger, Thomas, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627
- Weick, Günther, § 13 in: J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Einleitung zum Bürgerlichen Gesetzbuch. §§ 1 - 14; Verschollenheitsgesetz (Einleitung zum BGB und Allgemeiner Teil 1), Neubearb. 2004, Berlin 2004, S. 381-420
- Witte, Jürgen Johannes, Haftung für nicht erfolgte Offenlegung von Kick-Back-Zahlungen, Eine Bestandsaufnahme, DStR 2009, 1759

Selbständigkeitserklärung

Ich erkläre,

dass ich die Dissertation selbst angefertigt habe und alle von mir benutzten Hilfsmittel, persönlichen Mitteilungen und Quellen in meiner Arbeit angegeben habe, und

dass die Hilfe eines Promotionsberaters nicht in Anspruch genommen wurde und dass Dritte weder unmittelbar noch mittelbar geldwerte Leistungen von mir für Arbeiten erhalten haben, die im Zusammenhang mit dem Inhalt der vorgelegten Dissertation stehen.

Dresden, den 28.10.2013

Robert Eberius