

Mauritz Christopher Poppele

Kapitalmarktinvestmentprodukte

Horizontaler Privatanlegerschutz im Lichte der MiFID II



Nomos

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	33
Einleitung	43
A. Untersuchungskontext	43
B. Untersuchungsziele und Aufbau	47
C. Untersuchungsmethodik	48
D. Eingrenzung der Untersuchungsgegenstände	49
Teil 1: Grundlagen	50
§ 1 Regelungsziele der Kapitalmarktgesetzgebung	50
A. Funktionenschutz	50
I. Allokative Funktionsfähigkeit	51
II. Operationale Funktionsfähigkeit	52
B. Anlegerschutz	53
I. Entwicklungsphasen des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes	54
1. Erste Phase (1960er Jahre – 1993)	54
a) Marktharmonisierung	55
b) Anlegerschutzvorschriften – „Wohlverhaltensregeln“	55
c) Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie 93/22/EWG	56
2. Zweite Phase (1993 – 2006)	58
a) „Bond“-Rechtsprechung und FSAP	58
b) Finanzmarktrichtlinie 2004/39/EG	59
3. Dritte Phase (seit 2007)	60
a) Finanzmarktkrise 2007/2008	60
b) MiFID II-Reform	62
II. Schutzdimensionen	63
1. Institutioneller Anlegerschutz	63
2. Individueller Anlegerschutz	64

C. Verbraucherschutz	65
I. Genese des Verbraucherschutzrechts	65
1. Von den ersten Ansätzen zur spezialgesetzlichen Kodifikation	65
2. Entwicklungen auf europäischer Ebene	66
II. Verbraucherschutz bei Anlagegeschäften	68
1. Kapitalanlagerecht	68
2. Kapitalmarktrecht	69
a) Grünbuch Finanzdienstleistungen (1996)	69
b) Lamfalussy-Bericht (2001)	70
c) Weißbuch Finanzdienstleistungspolitik (2005)	70
d) PRIP-Initiative und MiFID II-Reform	71
3. Verbraucherschutz als Aufgabe der Kapitalmarktaufsicht	71
D. Fazit	73
Teil 2: Regulierungsgegenstände	76
§ 2 Kapitalmarktinvestmentprodukte (PRIP)	76
A. Das Retail-Marktumfeld	77
I. Vermögensstruktur des Marktumfelds	78
1. Europäische Privathaushalte	78
2. Deutsche Privathaushalte	80
II. Anlageziele	81
1. Anlageziele allgemein	81
2. Private Altersvorsorge	81
B. Genese der europäischen PRIP-Initiative	83
I. Konzeptuelle Vorarbeiten (2007-2008)	83
II. PRIP-Mitteilung (2009)	84
III. Konsultationsphase (2009-2011)	84
1. PRIP-Workshop und PRIP-Update (2009)	84
2. Stellungnahmen der Aufsichtsbehörden (2009 und 2010) , <*	85
3. PRIP-Konsultationsverfahren (2010-2011)	86
IV. Verordnungsentwurf Basisinformationsblätter (2012)	86
V. MiFID II-Reform	87

C. Gemeinsame Merkmale von Kapitalmarktinvestmentprodukten	88
I. Indirekte Anlageform („Verpackung“)	88
II. Indirekte Anlagerisiken	90
1. Risiko der Substanzerhaltung	90
a) (Strukturierte) Bankeinlagen	91
b) Lebensversicherungen	91
c) Zertifikate	92
d) Investmentfondsanteile	92
2. Informationsrisiko	93
3. Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko	93
4. Interessenvertretungsrisiko	94
5. Konditionenrisiko	94
6. Zwischenfazit	95
D. Systematisierender Überblick	95
I. Regelungstechniken	95
1. Positivkatalog	96
2. Negativkatalog	96
a) Versicherungsprodukte ohne bzw. mit festem Rückkaufswert	97
b) Einfache Bankeinlagen	98
c) Aktien und „Plain Vanilla“-Anleihen	98
d) Variabel verzinsliche Anleihen	99
e) Derivate ohne Kapitaleinsatz	99
f) Betriebliche Altersvorsorgeprodukte	101
II. Produktkategorien	102
1. Vertragliche Kapitalmarktinvestmentprodukte	102
2. Kollektive Kapitalmarktinvestmentprodukte	102
a) Offene Fonds	103
b) Geschlossene Fonds	104
aa) Geschlossene Spezial-AIF	104
bb) Geschlossene Publikums-AIF	105
3. Zwischenfazit	106
III. Qualifizierung als WpHG-Finanzinstrumente	106
E. Finanzinstrumente-Begriff des WpHG	108
I. Derivate	108
II. Bankeinlagen	109
III. Fondsgebundene Lebensversicherungen	110

IV. Investmentfondsanteile	112
1. Offene Fonds	112
2. Geschlossene Fonds	113
F. Fazit	114
§ 3 Anleger, Kunden und Verbraucher	115
A. Anleger- und Kundenbegriffe	117
I. Professionelle Marktteilnehmer	117
1. Terminologie	117
2. Einbeziehung natürlicher Personen	118
II. Marktteilnehmer	120
1. Terminologie	120
2. Notwendigkeit richtlinienkonformer Auslegung	121
a) Situativer Anwendungsbereich	122
b) Personeller Anwendungsbereich	123
III. Zwischenfazit	123
B. Verbraucherbegriff	124
I. Ursprünge des juristischen Verbraucherbegriffs	124
II. Bürgerlich-rechtlicher Verbraucherbegriff	126
III. Verbraucherbegriff im Recht der Finanzdienstleistungen	126
1. Verwendung im europäischen Finanzdienstleistungsrecht	127
2. Verbraucherbegriff im Richtlinienrecht	127
3. Verwendung im nationalen Finanzdienstleistungsrecht	128
a) Verbraucherbegriff im WpHG	128
b) Verbraucherbegriff im KAGB	129
c) Verbraucherbegriff im VVG	129
IV. Disponibilität der gesetzlichen Einstufung	130
1. Disposition über WpHG-Kundeneinstufung	130
a) Formelles Hochstufungsverfahren	130
b) Privatautonome Hochstufungsvereinbarung	131
2. Disposition über die KAGB-Anlegereinstufung	131
3. Disposition über die jürgerlich-rechtliche Verbraucheremstufung	132
C. Privatanleger-Begaff dieser Untersuchung	133
D. Fazit	134

§4 Zivilrechtliche Grundlagen	135
A. Grundlagen	136
I. Einführung in die Vertragstypologie	136
1. Kooperationsverträge	136
2. Austauschverträge	137
3. Interessenwahrungsverträge	137
a) Grundkonzeption	137
b) Zivilrechtliche Interessenwahrungsverträge	139
aa) Entgeltliche Geschäftsbesorgung (§ 675 BGB)	139
(1) Einheits- und Trennungstheorie	139
(2) Geschäftsbesorgungspflichten	140
bb) Kommissionsrechtliche Interessenwahrung (§384 BGB)	141
II. Wertpapierdienstleistungen	142
B. Anlagevertragsrecht und aufsichtsrechtliche Qualifizierung	142
I. Anlageverträge	142
1. Bürgerlich-rechtliche Vertragsmodelle	144
a) Zweipersonenverhältnisse	144
aa) Eigenemission und Eigengeschäft	145
(1) Vertragsrechtliche Ausgestaltung	145
(2) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	146
(a) Qualifizierung des Eigengeschäfts	146
(b) Qualifizierung der Eigenemission	146
(i) Nach geltendem Recht	146
(ii) Nach künftigem Recht	147
(3) Zwischenfazit	148
(4) Rechtspolitischer Reformvorschlag	149
bb) Eigenhandel	150
(1) Vertragsrechtliche Ausgestaltung	150
(2) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	150
b) Dreipersonenverhältnisse	151
aa) Direkterwerb im Dreipersonenverhältnis	152
(1) Vertragsrechtliche Ausgestaltung	152
(2) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	153
bb) Mittelbarer Erwerb im Dreipersonenverhältnis	154
(1) Vertragsrechtliche Ausgestaltung	154
(a) Ausführungskommission ohne Selbsthaftung	154

(b) Ausführungskommission mit Haftungseintritt	155
(c) Selbsteintrittskommission	156
(2) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	157
c) Zwischenfazit	157
2. Versicherungsvertragsrecht	158
a) Vertragsrechtliche Grundlagen	158
aa) Versicherungsvertrag	158
bb) VersicherungsvermittlungsVerträge	159
b) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	160
II. Anlagebezogene Verträge	161
1. Allgemeine Bankverbindung	161
a) Zivilrechtliche Begründung der Bankverbindung	161
aa) Lehre vom allgemeinen Bankvertrag	163
bb) Lehre von der Bankverbindung als Vertrauensverhältnis	164
cc) BGH-Rechtsprechung	164
b) Stellungnahme	165
2. Anlageberatung	167
a) Vertragsrechtliche Ausgestaltung	167
b) Aufsichtsrechtliche Qualifizierung	168
3. Konkludente Anlageberatungsverträge	169
a) Konkludente Auskunfts- und Beratungsverträge	170
b) Kritik an der Konstruktion konkludenter Anlageberatungsverträge	170
aa) Passivlegitimation	171
bb) Konkludenter Vertragsschluss durch situatives Aufeinandertreffen	171
(1) Erklärungsbewusstsein und objektive Zurechnung	172
(2) Rechtsbindungswille	173
(a) Manifestation des Rechtsbindungswillens	174
(b) Bedingter Rechtsbindungswille	174
(c) Ausschluss des Rechtsbindungswillens	176
cc) Ermittlung des Vertragsinhalts durch ergänzende Vertragsauslegung	177
(1) Regelungslücke	178

(2) „Im hypothetischen Interesse beider Vertragsparteien“	179
(a) Realer und hypothetischer Parteiwille	179
(b) Ermittlung der hypothetischen Parteiinteressen	180
dd) Zwischenfazit	182
c) Dogmatische Alternativen	182
aa) Aufklärungspflichten vorvertraglicher Schuldverhältnisse	182
bb) Fiktion des Vertragsschlusses gemäß § 362 Abs. 1 HGB	184
C. Verbraucherverträge	185
I. Geltendes Fernabsatzrecht	185
1. Anwendungsvoraussetzungen des Fernabsatzrechts	185
2. Anwendungsausschluss innerhalb der Bankverbindung	186
a) Ausschluss des Fernabsatzrechts bei Abschluss eines Rahmenvertrags	186
b) Ausschluss des Fernabsatzrechts bei gleichartigen Vorgängen	188
II. Künftiges Fernabsatzrecht	189
D. Fazit	190
§5 Disparität von Anleger-und Verbraucherschutzrecht	190
A. Entscheidungsparameter	191
I. „Beschaffenheit“ von Verbraucherprodukten	192
II. „Exspektanzen“ von Kapitalmarktinvestmentprodukten	193
III. Zwischenfazit	194
B. Formeller und materieller Verbraucherbegriff	194
I. Formeller Verbraucherbegriff	195
1. Personeller Anwendungsbereich	195
2. Sachlicher Anwendungsbereich	196
a) Teleologische Reduktion bei Anlagegeschäften	196
b) Rechtsprechung	197
aa) BGH-Rechtsprechung	197
bb) EuGH-Rechtsprechung	199
3. Europarechtliche Einschränkungen	200
a) Anlagegeschäfte als „geschäftliche“ Tätigkeiten	200

b) Einschränkungen bei „dual purpose“-Geschäften	201
4. Zwischenfazit	203
II. Materieller Verbraucherbegriff	204
1. Materieller Verbraucherbegriff im WpHG	204
2. Materieller Verbraucherbegriff im BGB	204
3. Materieller Verbraucherbegriff im VVG	205
4. Zwischenfazit	207
C. Vierstufigkeit der Kunden- und Anlegerkategorisierung	207
D. Fazit	207
§ 6 Zwischenergebnisse zum 2. Teil	208
A. Zusammenfassende Thesen	208
B. Gang der weiteren Untersuchung	210
Teil 3: Dogmatik	211
§ 7 Dogmatische Ausgangsbasis	211
A. Wirtschaftswissenschaftliche Markt- und Wettbewerbsmodelle	211
I. Marktmodelle der Klassik und Neoklassik	212
1. Klassisches Marktmodell	212
2. Neoklassisches Gleichgewichtsmodell	213
3. Der Homo oeconomicus als Zentralfigur der (Neo-)Klassik	213
4. Modellevolutionen der Chicago School	214
II. Freiheitliche und ordoliberalen Modelle	215
1. Wettbewerb als Entdeckungsverfahren	215
2. Ordoliberalismus	215
3. Soziale Marktwirtschaft	216
B. Ansätze zur dogmatischen Rückbindung des Privatanlegerschutzes	217
I. Marktkomplementärer Privatanlegerschutzansatz	218
II. Marktkompensatorischer Privatanlegerschutzansatz	219

§ 8 Marktkomplementäre Dogmatik	220
A. Das Informationsmodell des Kapitalmarktrechts	220
I. Marktförmige Informationsasymmetrien als Ausgangsbasis	220
I. Ökonomische Grundlagen	221
1. Theorie der rationalen Entscheidung	221
2. Kapitalmarkteffizienzhypothese (ECMH)	222
III. Informationsparadigma	223
B. Anlegerschutztheorien	224
I. Eigenständigkeit des Individualschutzes	224
II. Unselbstständigkeit des Individualschutzes	225
1. Teilfunktion des Funktionenschutzes	225
2. Überindividueller Anlegerschutz durch Preisschutz	226
C. Fazit	227
§ 9 Marktkompensatorische Dogmatik	229
A. Die Notwendigkeit marktkompensatorischer Maßnahmen	230
I. Marktfunktionale Defizite	231
1. Funktionen der Finanzintermediation	232
2. Ökonomische Erklärungsmodelle der Finanzintermediation	232
a) Erklärungsansatz der Informationsökonomie	233
b) Erklärungsansatz der Transaktionskostenökonomie	234
3. Disintermediation als Gegenmodell zur Finanzintermediation	234
a) „Strenge“ Disintermediation	234
b) „Weiche“ Disintermediation	235
4. Marktposition der Banken im Privatanlegergeschäft	236
a) Grundsätzliche Vormachtstellung bei Kapitalmarktinvestmentprodukten	236
b) Der Vertrieb von Investmentfondsanteilen	237
II. Informationelle Defizite	238
1. Beschränkte Rationalität	239
2. Informationsüberlastung	239
3. Irrationale Entscheidungsmuster	240
a) Heuristiken	241
b) Subjektive Rationalität	242

c) Urteilsverzerrungen	243
d) Herdentrieb	244
4. Rezeption im kapitalmarktrechtlichen Schrifttum	245
III. Zwischenfazit	247
B. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung	248
I. Sozialstaatsprinzip	248
II. Privatautonomie	249
1. Schutzdimensionen	249
a) Formelle Schutzdimension	249
b) Materielle Privatautonomie	250
3. Grundrechtliche Funktionen	252
a) Abwehrrecht	252
b) Negative Kompetenzvorschrift	252
c) Staatliche Institutsgarantie	253
d) Teilhaberecht	253
e) Staatliche Schutzpflicht	254
3. Voraussetzungen der mittelbaren Drittwirkung der Grundrechte	255
a) Typisierbare Situation strukturellen Vertragsungleichgewichts	256
aa) Störung der Vertragsparität	256
bb) Ungleichgewicht struktureller Natur	257
cc) Typische Fallkonstellation strukturellen Ungleichgewichts	257
b) Ungewöhnlich starke Belastung	257
4. Grenzen staatlicher Intervention	258
III. Privatanlegerschutz als grundrechtlicher Schutzauftrag	259
1. BGH-Ansicht zur Herleitung des Anlegerschutzes aus den Grundrechten	259
2. BVerfG-Ansicht zur Herleitung des Anlegerschutzes aus den Grundrechten	260
3. Stellungnahme	260
C. Verbraucherschutztheorien	261
I. Marktkomplementäre Verbraucherschutzansätze	262
1. Altliberales Modell	262
2. Stellungnahme und Zwischenfazit	263
II. Marktkompensatorischer Verbraucherschutz	263
1. Informationsmodell	264

2. Soziale Alternativmodelle	266
„ a) Situative Verbraucherschutzmodelle	266
aa) Vertragsbezogene Verbraucherschutzmodelle	266
bb) Bewegliches Kategorisierungssystem	267
b) Ausgleich von Interessenkonflikten	269
aa) Sozialmodell	270
bb) Ausgleich der Anbietermacht	271
cc) Verbrauchergegenmacht	271
3. Zwischenfazit	272
D. Rechtlicher Paternalismus	273
I. Wertepaternalismus	274
II. Liberaler Paternalismus	275
III. Asymmetrischer Paternalismus	277
IV. Stellungnahme	277
E. Fazit	278
§ 10 Zwischenergebnisse zum 3. Teil	279
A. Zusammenfassende Thesen	279
B. Gang der weiteren Untersuchung	280
Teil 4: Rechtsprinzipien des Privatanlegerschutzes	281
§ 11 Rechtsprinzipien	281
A. Notwendigkeit und Legitimation	282
B. Funktionen	283
I. Interpretationsfunktion	283
II. Lückenfüllungsfunktion	284
III. Programmatische Funktion	284
IV. Rechtsvergleichende Funktion	284
C. Induktive Ermittlungsmethode	285
D. Konstitutive Merkmale	286
I. Allgemeingültigkeit	286
II. Fehlen von Tatbestand und Rechtsfolge	286
E. Fazit	287

§12 Fremdnützige Interessenwahrung	287
A. Interessenwahrung im US-amerikanischen Anlegerschutrecht	289
I. Vertragliche Treuepflichten (fiduciary duties)	289
II. Treuepflichten von investment advisers und broker-dealers	291
1. Terminologie	291
a) Investment advisers	291
b) Broker-dealers	292
2. Herleitung und Inhalt der Treuepflichten	292
a) Treuepflichten von investment advisers	293
b) Treuepflichten von broker-dealers	293
III. Qualifizierung als Rechtsprinzip	294
IV. Schlussfolgerungen	296
B. Zivilrechtliche Beachtlichkeit der Wohlverhaltensregeln	297
I. Interessenwahrungspflichten im WpHG	298
1. Zentralnorm des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	298
a) Objektive Auslegung	299
b) Subjektive Auslegung	299
3. Rechtswirkungen	300
II. Unmittelbare zivilrechtliche Wirkung	301
1. Zur Rechtslage in anderen EU-Mitgliedsstaaten	301
2. Unmittelbare Wirkung der MiFID I- Wohlverhaltensregeln	301
3. Unmittelbare Wirkung als Normen mit „Doppelnatur“	303
a) Öffentlich-rechtlicher Normcharakter	303
b) Lehre von der „Doppelnatur“	304
aa) Teleologische Argumente	306
(1) Steuerungswirkung der §§ 31 ff. WpHG	306
(2) Einheit der Rechtsordnung	307
bb) Systematische Argumente	308
(1) Normtechnische Trennung“ von Pflichtenkanon und Haftung	308
(2) WpHG-Normen mit Brückenfunktion	309
(a) § 37a-WpHG a.F.	309
(b) Pflicht zur Herausgabe des Beratungsprotokolls und Rücktrittsrecht	310
(c) Pflicht zur Informationsblattaushändigung	311

(d) Dokumentationspflicht (§ 34 Abs. 2 S. 1 WpHG)	312
(e) Honorarberatung	313
cc) Historische Auslegung	313
4. Zwischenfazit	314
III. Mittelbare zivilrechtliche Wirkung	314
1. Lehre von der „Ausstrahlungswirkung“	315
a) Zur Rechtslage in anderen EU-Mitgliedstaaten	316
b) Rechtskonzeptuelle Begründungsschwächen	317
c) Zwischenfazit	318
2. Richtlinienkonforme Auslegung der §§ 31 ff. WpHG	319
a) Harmonisierungsgrad der MiFID I-Gesetzgebung	319
aa) Harmonisierungsgrade europäischer Richtlinien	319
bb) Ermittlung des Harmonisierungsgrads	320
cc) MiFID I-Gesetzgebung	321
(1) Harmonisierungsgrad der MiFID I- Zulassungsvorschriften	321
(a) Zulassungsvorschriften der MIFID I	321
(b) Zulassungsvorschriften der MIFID I- DRL 2006/73/EG	322
(2) Harmonisierungsgrad der MiFID I- Wohlverhaltensregeln	323
dd) Zwischenfazit	324
b) Harmonisierungsgegenstand	325
aa) Kompetenz zur Harmonisierung mitgliedstaatlichen Zivilrechts	326
bb) Wille zur Harmonisierung mitgliedstaatlichen Zivilrechts	327
(1) Grammatisch-historische Auslegung	328
(a) Externe Gesetzgebungsmaterialien	328
(b) Richtlinienimmanente Materialien	331
(2) Systematische Auslegung	332
(a) Freie Rechtsformwahl bei der Richtlinienumsetzung	332
(b) Einschränkungen durch den effet utile- Grundsatz	332
(i) Effektivitäts- und Äquivalenzprinzip	333

(ii)	Zivilrechtsgestaltender Regelungsgehalt	„	334
(iii)	Divergierende Zivilrechtsvorschriften als effet utile-Gefährdung		334
(3)	Teleologische Auslegung		335
c)	Zwischenfazit		335
IV.	Zivilrechtswirkungen der Wohlverhaltensregeln aus Sicht der Rechtsprechung		336
1.	EuGH-Rechtsprechung: Urteil vom 30.05.2013 („Genil 48“)		336
2.	BGH-Rechtsprechung		337
a)	Entscheidungen zur Rechtslage vor dem FRUG		337
b)	Entscheidungen zur Rechtslage nach dem FRUG		339
c)	Urteil des XI. Zivilsenats v. 17.9.2013		340
3.	Fazit		342
C.	Die Kundenbeziehung als bankvertragliches Treuhandverhältnis		343
I.	Grundlagen des Treuhandrechts		343
1.	Treugeber und Treuhänder		343
2.	Rechtskonzeptionelle Kategorisierung		344
3.	Treuhand als Interessenwahrnehmung kraft eigener Macht		345
II.	Bankmäßige Geschäftsbeziehung als Treuhandverhältnis		346
1.	Voraussetzungen		346
a)	Vergleichbare Motivationslage		347
b)	Geschäftsbesorgungsrechtliche Grundlage		347
c)	Einflussnahmemöglichkeit		348
2.	Rechtswirkungen		348
a)	Interessenwahrungspflicht des allgemeinen Bankvertrags		348
b)	Rechtssprinzip „fremdnützige Interessenwahrung“		349
3.	Dogmatische Einordnung		350
D.	Gesamtfazit		351

§ 13 Umfassende Anlegerinformation	352
A. MarktWzogene Informationen	354
I. Unterteilung in marktbezogene Informationen i.e.S. und i.w.S.	354
1. Marktbezogene Informationen i.e.S.	354
2. Marktbezogene Informationen i.w.S.	356
II. Rezeption der marktbezogenen Informationen	356
1. Tatsächliches Informationsverhalten	357
2. Bedeutung der Risikoaversität	358
III. Zwischenfazit	359
B. Anlegerbezogene Informationen	360
I. Aufsichtsrechtliche Informationsinstrumente	360
1. Produktbezogene Aufklärungspflichten	361
a) Unabhängig von der Geschäftsart	361
aa) Standardinformationen	361
bb) Wesentliche Anlegerinformationen und KAGB- Informationsblätter	361
cc) EU-Basisinformationsblätter (PRIP)	362
b) Von der Geschäftsart abhängige Aufklärung	363
aa) Beratungsfreie Geschäfte (§ 31 Abs. 7 WpHG)	363
(1) Zulässige Anlageprodukte	363
(a) Nach geltendem Recht	363
(b) Nach künftigem Recht	364
(2) Geschuldete Informationen	365
bb) Andere Geschäfte	365
2. Anlegerbezogene Beratung	366
a) Produktbezogene Informationsblätter	366
b) Anlageempfehlung	366
aa) Explorationsphase	367
bb) Beratungsphase	368
II. Zivilrechtliche Informationsinstrumente	368
1. Produktbezogene Aufklärungspflichten	369
a) Bürgerliches Recht	369
aa) Schuldrechtliche Herleitung	369
bb) Auskunfts- und Aufklärungspflichten bei der Geldanlage	370
cc) Fernabsatzrechtliche Aufklärungspflichten	371

dd) Informationspflichten im elektronischen Geschäftsverkehr	^	372
b) VVG-Informationsblätter		373
2. Anlegerbezogene Beratung		373
a) BGB-Grundmodell		373
b) BGH-Urteil vom 11.3.2011 („Zins-Swap“)		374
c) VVG-Beratungspflichten		375
aa) Beratungspflichten des Versicherungsvermittlers		375
bb) Beratungspflichten des Versicherers		377
III. Bestandsaufnahme und Bewertung		377
1. Produktbezogene Aufklärungspflichten		378
a) Bestandsaufnahme		378
aa) Formelle Vorgaben		378
(1) Situativer Anwendungsbereich		378
(2) Produktbezogener Anwendungsbereich		378
(3) Informationsadressaten		379
(4) Informationsverpflichteter		379
(5) Zeitpunkt der Informationserteilung		381
(6) Informationsgestaltung		382
bb) Materielle Vorgaben		384
(1) Zulässigkeit der Informationsstandardisierung		384
(2) Informationsspektrum		385
(3) Risikoaufklärung		386
(4) Disponibilität		386
(5) Inhaltsprüfung		387
(6) Informationsbereitstellung		388
b) Zwischenergebnisse		389
2. Anlegerbezogene Beratung		390
a) Bestandsaufnahme		390
aa) Formelle Vorgaben		390
(1) Beratungsverpflichtung		390
(2) Dokumentationspflicht		390
bb) Materielle ⁴ Vorgaben		391
- (1) Geeigrietheitsprüfung		391
(Z) Kontinuierliche Beratung		394
(3) Disponibilität		396
cc) Bewegliche Regelungssystematik		397

b) Zwischenergebnisse	399
IV. D ^h s Rechtsprinzip der „umfassenden Anlegerinformation“	399
1. Herleitung	399
2. Rechtspolitische Reformvorschläge	401
a) Streichung der WpHG-Informationsblätter	401
b) Standardisierung der Informationserteilung	402
3. Dogmatische Einordnung	404
a) Rechtfertigung der produktbezogenen Aufklärung	404
b) Ausgestaltung der Beratungspflichten	405
C. Fazit	406
§ 14 Zwischenergebnisse zum 4. Teil	407
A. Zusammenfassende Thesen	407
B. Ausblick auf den weiteren Gang der Untersuchung	408
Teil 5: Sanktionsinstrumentarium	409
§ 15 Sanktionierung von Rechtsprinzipien	409
A. Sanktionierung ex ante und ex post	409
B. Aufsichts- und zivilrechtliche Reformpostulate	409
I. Aufsichtsrechtliche Reformvorschläge	409
II. Zivilrechtliche Reformvorschläge	410
§ 16 Vorvertragliche Sanktionsinstrumente	411
A. Produktregulierung	411
I. Qualitätskontrollen	412
1. Qualitative Anforderungen	412
a) Produktentwicklungsstadium	412
b) Qualitative Mindestanforderungen vor Markteinführung	413
aa) Anlagebeschränkungen	413
bb) Inhaltskontrolle der Vertragsbedingungen	414
2. Produktverbote	415
a) Produktverbote vor Markteinführung	415
aa) Allgemeine Voraussetzungen	416

bb) Besonderheiten bei Produktverboten der nationalen Marktaufsicht	417
b) Produktverbote nach Markteinführung	418
aa) Verbot von Finanzinstrumenten	418
bb) Verbot von Versicherungsprodukten	419
II. Vertriebsbeschränkungen	419
1. Personenbezogene Vertriebsbeschränkungen	419
a) Termingeschäftsfähigkeit	419
b) Erwerb von Spezial-AIF	420
c) Freiwillige Vertriebsbeschränkungen	421
2. Produktbezogene Vertriebsbeschränkungen	421
a) Aufsichtsrechtliche Ebene	421
b) Zivilrechtliche Ebene („Zins-Swap-Urteil“)	422
3. Mindestkaufpreise, -anlagesummen und Mindeststückelungen	422
III. Bewertung	424
1. Qualitätskontrollen als unzulässige Markteingriffe	424
a) Merit-based Regulation im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht	424
b) MiFIR-Vorschläge	426
2. Maßstabsdilemma	426
a) Quantitative Maßstäblichkeit	427
b) Qualitative Maßstäblichkeit	428
B. Interessenkonfliktregulierung	430
I. Regulierung der Beratervergütung	430
1. Relative Drittvergütungsverbote	431
a) Aufsichtsrechtliche Konzeption	431
aa) Zuwendungsbegriff	432
bb) Ausnahmsweise Zulässigkeit von Drittzwendungen	432
b) Zivilrechtliche Konzeption	433
aa) Bürgerlich-rechtliche Offenlegungspflichten	433
(1) Offenlegung von verdeckten Innenprovisionen	433
• (2) Offenlegung von Vertriebsprovisionen	434
(3 [^]) Offenlegung von Rückvergütungen	434
(4) Offenlegung von Gewinnmargen	435
(5) Offenlegungspflichten freier Anlageberater	435

bb)	Kommissionsrechtliche Offenlegungspflichten	436
cc)	Versicherungsvertragsrechtliche Offenlegungspflichten	437
(1)	Nach geltendem Recht	437
(2)	Nach künftigen Recht	438
(a)	Europäisches Recht	438
(b)	Rechtsprechung	439
2.	Absolute Drittvergütungsverbote	439
a)	Regelung der Kostentragung im geltenden Recht	440
b)	Honoraranlageberatungs-Modelle	440
aa)	Honoraranlageberatungs-Modell der MiFID II	441
bb)	Honoraranlageberatungs-Modell des WpHG	442
3.	Vergütungs-Regulierung	443
a)	Vergütungsregelungen des WpHG	443
b)	Vergütungsregelungen der MiFID II	443
II.	Hinweispflichten bei beschränkter Produktpalette	444
1.	Aufsichtsrechtliche Hinweispflichten	444
2.	Zivilrechtliche Hinweispflichten	445
a)	Bürgerlich-rechtliche Hinweise	445
b)	Versicherungsvertragsrechtliche Hinweise	445
III.	Bewertung	446
1.	Offenlegung von Interessenkonflikten	446
2.	Regulierung der Beratervergütung	447
C.	Rechtspolitische Reformvorschläge	- 448
I.	Personenbezogene Vertriebsbeschränkungen	448
1.	Personenbezogene Kriterien im US-amerikanischen Recht	449
a)	Accredited Investors	449
b)	Sophisticated Investors	449
c)	Qualified Purchasers	450
2.	Bewertung der finanziellen Bezugsgrößen	450
a)	Konkrete Investitionssumme	451
b)	Gesamtvermögen	452
3.	Zwischenfazit	452
II.	Erweiterung der WpHG-Hochstufungskriterien	453
III.	Einführung eines Übereilungsschutzes	454
IV.	Standardisierung der Offenlegungspflichten	455
D.	Fazit	456

§ 17 Sanktionsinstrumente nach Vertragsschluss	457
A. Rückabwicklungsmechanismen	" 457
I. Schuldrechtliche Rückabwicklung	457
1. Widerrufsrechte	457
a) Bürgerlich-rechtliche Widerrufsrechte	458
aa) Unterscheidung von Widerruf und Rücktritt	458
bb) Dogmatische Rechtfertigung von Widerrufsrechten	459
b) Der Widerruf von Anlagegeschäften	460
aa) Anwendbarkeit bürgerlich-rechtlicher Widerrufsrechte auf Anlagegeschäfte	460
(1) Widerrufsrechte bei Fernabsatzgeschäften	460
(2) Widerrufsrecht bei Haustürgeschäften	462
bb) Spezialgesetzliche Widerrufsrechte	463
(1) Prospektrechtliche Widerrufsrechte	463
(2) Investmentrechtliches Widerrufsrecht	463
(3) Versicherungsvertragliche Widerrufsrechte	464
(a) Grundlagen	464
(b) Rechtswirkungen	465
(i) Berechnung des Rückzahlungsbetrags	465
(ii) Vertriebskostenabzug	467
(iii) „Doppelwirkung“ des Widerrufs bei Nettopolicen	467
2. Rücktritts- und Kündigungsrechte	469
a) Bürgerlich-rechtliche Rücktrittsrechte	469
aa) Rücktritt vom Anlagegeschäft wegen Schlechtleistung	470
bb) Rücktritt vom Anlageberatungsvertrag	470
b) Spezialgesetzliche Rücktritts- und Kündigungsrechte	471
aa) Wertpapierhandelsrechtliches Rücktrittsrecht	471
bb) Versicherungsvertragliches Kündigungsrecht	471
3. Bewertung	•*' 472
a) Bürgerlich-rechtliche Widerrufsrechte	472
b) Spezialgesetzliche Widerrufsrechte	472
4. Rechtspolitische Reformvorschläge	473
a) Produktbezogener Regelungsansatz	474

b) Unterbindung von Spekulationsgeschäften	474
II. Bpreicherungsrechtliche Rückabwicklung	476
1. Glücksspieleinwand (§ 762 BGB)	476
2. Nichtigkeitsgründe	477
a) Verstoß gegen gesetzliches Verbot (§ 134 BGB)	477
aa) Allgemeine Voraussetzungen	477
(1) Verbotsgesetzcharakter	478
(2) Nichtigkeitssanktion	479
bb) Kapitalmarktrechtliche Normen als Verbotsgesetze	479
(1) Verstoß gegen die Explorationspflicht	480
(2) Interessenwahrungsvorschriften	481
(3) Produktregulierungsvorschriften	482
(a) Verbotsgesetzcharakter von Produktverboten	482
(b) Verbotsgesetzcharakter von Vertriebsbeschränkungen	483
b) AGB-Kontrolle (§§ 305 ff. BGB)	483
aa) Allgemeine Voraussetzungen der AGB- Kontrolle	484
bb) Anwendbarkeit auf Finanzprodukte	484
cc) Verstoß gegen das AGB-rechtliche Transparenzgebot	485
c) Sittenwidrigkeit (§ 138 BGB) ...	487
aa) Allgemeine Voraussetzungen	487
bb) Anwendbarkeit des Sittenwidrigkeitsurteils auf Anlageprodukte	488
(1) Objektives Leistungsmissverhältnis	488
(2) Subjektive Voraussetzungen	489
3. Bewertung	490
a) Sittenwidrigkeitsurteil	490
b) Gesetzliche Verbote	491
c) AGB-Kontrolle	492
B. Haftungsvorschriften	492
I. Spezialgesetzliche Haftungsansprüche	492
1. Aufsichtsrechtliche Haftungsansprüche	492
2. Versicherungsvertragliche Haftungsansprüche	493
a) Haftung des Versicherers	493

b) Haftung des Versicherungsvermittlers	494
3. Bürgerlich-rechtliche Haftungsansprüche	495
a) Schuldrechtliche Schadensersatzansprüche	495
b) Deliktische Schadensersatzansprüche	496
aa) § 823 Abs. 2 BGB	496
bb) § 826 BGB	497
3. Zwischenfazit	498
4. Rechtspolitischer Reformvorschlag	499
C. Zivilprozessuale Instrumente	500
I. Instrumente des kollektiven Rechtsschutzes	500
1. Kollektive Klagerechte	501
a) Kollektive Unterlassungsklagen	502
b) Kollektive Schadensersatzklagen	503
2. Kapitalanleger-Musterverfahren	504
II. Beweiserleichterungen	504
1. Vertretenmüssen	505
2. Kausalitätsnachweis	505
III. Bewertung	507
D. Fazit	507
§ 18 Verbraucherschützender Regelungscharakter	509
A. Kompensation struktureller Ungleichgewichte als Normzweck	509
B. Typisierbare Schutzbedürftigkeit	511
C. Abgrenzbarer personeller Schutzbereich	512
D. Fazit	512
Zusammenführung	514
§ 19 Zusammenführung der Untersuchungsergebnisse	514
A. Verbraucherschutz als Aufgabe der Kapitalmarktaufsicht	514
B. Kapitalmarktinvestmentprodukte als rechtsgebietsübergreifende Regelungsgegenstände	514
C. Regelungsadressatpn der PRIP-Initiative	515
D. Trichotomie und Disparität der Rechtsquellen	516
E. Rechtsprinzipien des PRIP-Rechtsregimes	516

F. Sanktionsinstrumentarium	518
G. Rechtspolitischer Reformbedarf	518
H. Schlussbetrachtung	519
Literaturverzeichnis	523
Gesetzesmaterialien und Statistiken	573
Stichwortverzeichnis	581