

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 200

# Anlegerleitbilder und Anlegerschutz im Kapitalmarktrecht

Von

Florian König



Duncker & Humblot · Berlin

FLORIAN KÖNIG

Anlegerleitbilder und Anlegerschutz  
im Kapitalmarktrecht

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 200

# Anlegerleitbilder und Anlegerschutz im Kapitalmarktrecht

Von

Florian König



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i. Br.  
hat diese Arbeit im Jahr 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

D 25

Alle Rechte vorbehalten

© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen  
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-18589-7 (Print)

ISBN 978-3-428-58589-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Wintersemester 2021/2022 als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis Dezember 2021 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL. M. (Univ. of Chicago), für die angenehme Betreuung der Arbeit. Bei Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL. M. (Harvard), bedanke ich mich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Zudem danke ich den Herausgebern Herrn Prof. Dr. Merkt, LL. M. (Univ. of Chicago), Herrn Prof. Dr. Holger Fleischer, LL. M. (Michigan) und Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe.

Ganz herzlich möchte ich mich bei meiner Freundin Anna-Maria bedanken, die insbesondere mit der kritischen Durchsicht des Manuskripts maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen hat.

Schließlich möchte ich mich vor allem bei meinen Eltern bedanken. Ihre bedingungslose Liebe und Unterstützung, die mich bereits auf meinem gesamten Lebensweg begleiten, haben die Entstehung dieser Arbeit erst ermöglicht. Ihnen ist diese Arbeit daher gewidmet.

Hamburg, im Dezember 2021

*Florian König*





# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einführung</b> .....	19
<b>B. Grundlagen des Anlegerschutzes</b> .....	21
I. Ökonomische Grundlagen .....	21
1. Bedeutung und Funktion des Kapitalmarktes .....	21
2. Homo oeconomicus als grundlegendes Verhaltensmodell .....	22
3. Kapitalmarkteffizienzhypothese .....	24
4. Behavioral Finance und Rationalitätsdefizite .....	26
a) Grundlagen der Behavioral Finance .....	27
aa) Kontrollbedürfnis .....	27
bb) Dissonanzfreiheit .....	28
b) Informationsphase .....	29
aa) Repräsentativitätsheuristik .....	29
bb) Ambiguitätsaversion .....	31
cc) Ankerheuristik .....	31
dd) Darstellungseffekt .....	32
ee) Verfügbarkeitsheuristik .....	32
ff) Selektive Wahrnehmung .....	33
gg) Selbstüberschätzung und Überoptimismus .....	33
c) Entscheidungsphase .....	34
aa) Prospect Theory .....	34
bb) Mental Accounting .....	35
cc) Besitztumseffekt .....	35
dd) Reueaversion .....	36
ee) Selektives Entscheiden .....	36
d) Limits of arbitrage .....	37
e) Zwischenergebnis .....	38
5. Ziele von Anlegerschutz .....	38
a) Individualschutz .....	38
b) Funktionenschutz .....	39
c) Verhältnis von Individualschutz und Funktionenschutz .....	40
II. Maßnahmen des Anlegerschutzes .....	42

1. Offenlegung .....	42
2. Verhaltenspflichten beim Vertrieb .....	44
3. Schadensersatz .....	46
4. Interventionismus .....	46
III. Rolle der Aufsichtsbehörden .....	47
1. BaFin .....	47
a) Organisation .....	47
b) Aufgaben und Ziele .....	48
c) Instrumente und Befugnisse .....	49
2. ESMA .....	50
a) Organisation .....	50
b) Aufgaben und Ziele .....	51
c) Instrumente und Befugnisse .....	51
3. Börsenaufsicht .....	52
4. Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden .....	52
<b>C. Anlegerleitbilder .....</b>	<b>54</b>
I. Begriff .....	54
1. Marktrational-optimistisches Modell .....	55
2. Marktrational-pessimistisches Modell .....	55
3. Paternalistisches Modell .....	56
II. Funktionen .....	56
1. Rechtspolitische Funktion .....	57
2. Auslegung .....	58
III. Geschichtliche Entwicklung .....	58
1. Anfänge .....	58
2. Liberalisierung .....	60
3. Frühe 2000er .....	62
4. Entwicklung nach der Finanzmarktkrise 2008 .....	63
5. Zwischenergebnis .....	65
IV. Anlegerleitbilder der Gesetzgeber .....	66
1. Transparenzvorschriften .....	66
a) Publizität am Primärmarkt .....	67
aa) Europäischer Gesetzgeber .....	67

(1) Anwendungsbereich und Zielsetzung der Prospekt-VO .....	67
(2) Prospektgrundsätze .....	67
(3) Prospektzusammenfassung .....	68
(4) Abstufung des Schutzniveaus .....	69
(5) Prospekthaftung .....	71
bb) Deutscher Gesetzgeber .....	71
(1) Wertpapier-Informationsblatt .....	72
(2) Mediatisierungserfordernis .....	72
(3) Zeichnungsgrenzen .....	73
(4) Prospekthaftung .....	73
(5) Zwischenergebnis .....	74
b) Periodische Publizität .....	75
c) Anlassbezogene Publizität .....	75
2. Wohlverhaltenspflichten bei Wertpapierdienstleistungen .....	77
a) Regelungsgrundlagen .....	77
b) Kundenkategorisierung .....	78
c) Allgemeine Verhaltensregeln, § 63 WpHG .....	80
aa) Aufsichtsrechtliches Leitbild .....	80
bb) Umgang mit Interessenskonflikten .....	81
cc) Informationspflichten .....	82
(1) Durchschnittlicher Anleger als Maßstab .....	82
(2) Allgemeine Informationspflichten .....	84
(3) Auswirkungen auf das Leitbild .....	85
dd) Angemessenheitsprüfung .....	85
ee) Reines Ausführungsgeschäft .....	87
ff) Berichtspflicht .....	88
d) Spezielle Wohlverhaltensregeln, § 64 WpHG .....	88
aa) Informationspflichten .....	88
bb) Produktinformationsblatt .....	89
cc) Geeignetheitsprüfung .....	90
dd) Geeignetheitserklärung .....	92
ee) Unabhängige Honoraranlageberatung .....	92
ff) Finanzportfolioverwaltung .....	94
e) Verbot der Annahme von Zuwendungen, § 70 WpHG .....	94
f) Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten, § 83 WpHG .....	95
g) Zwischenergebnis .....	96
3. Interventionismus .....	98
a) Product Governance .....	98

aa) Konzeption .....	99
bb) Vertrieb .....	101
cc) Anlegerleitbild im Bereich der Product Governance .....	103
b) Produktinterventionsbefugnisse .....	104
aa) Produktinterventionsbefugnis der BaFin .....	104
(1) Eingriffsvoraussetzungen .....	105
(a) Anwendungsbereich .....	105
(b) Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz .....	105
(c) Erforderlichkeit .....	107
(2) Arten der Intervention .....	107
bb) Produktinterventionsbefugnis der ESMA .....	108
cc) Anlegerleitbild im Bereich der Produktintervention .....	108
c) Zwischenergebnis .....	109
V. Anlegerleitbilder der Rechtsprechung .....	110
1. Durchschnittlicher Anleger .....	111
2. Verständiger Anleger .....	112
3. Bond-Rechtsprechung .....	114
a) Anlegergerechte Beratung .....	115
b) Objektgerechte Beratung .....	115
c) Herbeiführung eines Verständniserfolgs bei komplexen und riskanten Produkten? .....	117
d) Offenlegung eigener Verdienstinteressen .....	119
4. Zwischenergebnis .....	121
VI. Anlegerleitbilder der Aufsichtsbehörden .....	122
1. ESMA .....	122
a) Bindungswirkung von Leitlinien und Q&A .....	123
b) Geeignetheitsprüfung .....	124
c) Angemessenheitsprüfung .....	128
d) Product Governance .....	131
e) Produktintervention .....	134
aa) Verbot binärer Optionen .....	136
bb) Beschränkungen von Differenzkontrakten .....	138
cc) Auswirkungen auf das Anlegerleitbild .....	140
f) Zwischenergebnis .....	141
2. BaFin .....	141
a) Selbstverständnis der BaFin .....	142
b) BaFinJournals .....	145

c) Interventionsentscheidungen .....	147
aa) Bonitätsanleihen .....	148
bb) Binäre Optionen .....	150
cc) CFD .....	151
d) Zwischenergebnis .....	153
VII. Rechtsvergleichung .....	154
1. USA .....	154
a) Entwicklung .....	154
b) Offenlegungsvorschriften .....	156
aa) Securities Act 1933 .....	156
bb) Securities Exchange Act 1934 .....	158
c) Wohlverhaltenspflichten .....	160
aa) Verhaltensstandard .....	160
(1) Investment Adviser .....	160
(2) Broker-Dealer .....	161
bb) CRS Form .....	163
d) Zwischenergebnis .....	163
2. Vereinigtes Königreich .....	164
a) Entwicklung .....	164
b) Regulierungsansatz der FCA .....	165
c) Verbot provisionsbasierter Anlageberatung .....	166
d) Interventionismus .....	166
e) Zwischenergebnis .....	169
3. Schweiz .....	170
a) Entwicklung .....	170
b) Kundensegmentierung .....	174
c) Wohlverhaltenspflichten .....	175
aa) Allgemein .....	175
bb) Angemessenheits- und Eignungsprüfung .....	176
cc) Zuwendungen .....	177
d) Prospektrecht .....	177
e) Interventionismus .....	178
f) Zwischenergebnis .....	178
<b>D. Weiterentwicklung des Anlegerleitbildes .....</b>	<b>180</b>
I. Anwendung der Behavioral Finance? .....	180
1. Argumente für eine Berücksichtigung .....	180
a) Abbildung der Realität .....	180

b) Verbesserung des Informationsmodells .....	180
2. Argumente gegen eine Berücksichtigung .....	181
a) Widersprüchlichkeit der Erkenntnisse .....	181
b) Fehlende Vorhersehbarkeit und fehlende Normativität .....	181
c) Vermeidung von Lernprozessen .....	182
d) Privatautonomie und Paternalismus .....	183
3. Stellungnahme .....	185
a) Normative Zielsetzung .....	185
b) Differenzierung zwischen Informations- und Entscheidungsphase .....	186
c) Weitere Differenzierung der Kundenkategorien .....	187
d) Zwischenfazit .....	189
4. Anwendung gerade im Kapitalmarktrecht? .....	189
II. Weiterentwicklung des Anlegerschutzes zum Verbraucherschutz? .....	190
1. Verhältnis .....	191
a) Persönlicher Anwendungsbereich .....	191
b) Schutzbedürfnis und Schutzinstrumente .....	192
c) Verbraucherleitbilder .....	193
2. Stellungnahme .....	194
<b>E. Rechtspolitischer Reformbedarf .....</b>	<b>196</b>
I. Notwendigkeit einer „Ampel“ für Finanzanlagen? .....	196
1. Vergleich mit der Ampelkennzeichnung im Lebensmittelbereich .....	196
2. Argumente gegen eine Ampelkennzeichnung .....	197
3. Ausdehnung des Gesamtrisikoindicators der PRIIP-VO als Alternative .....	199
II. Notwendigkeit von Produktverboten? .....	199
1. Finanz-TÜV .....	199
2. Produktverbote .....	200
a) Vorteile .....	200
b) Nachteile von Produktverboten .....	201
c) Stellungnahme .....	202
<b>Thesen .....</b>	<b>204</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>206</b>
<b>Sachverzeichnis .....</b>	<b>219</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. F.	Alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AIF	Alternativer Investmentfonds
Am. Econ. Rev	American Economic Review
Am. J. Psychol.	American Journal of Psychology
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
B. U. L. Rev.	Boston University Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründung
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMELV	Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
Cal. L. Rev	California Law Review
CFD	Contract for Difference
CHF	Schweizer Franken
COBS	Conduct of business sourcebook
DB	Der Betrieb
DelRiLi	Delegierte Richtlinie
DelVO	Delegierte Verordnung
DJT	Deutscher Juristentag
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
EG	Europäische Gemeinschaft
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ERCL	European Review of Contract Law
ESA	European Supervisory Authorities



ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
EUR	Euro
Europ. L. Rev.	European Law Review
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende (Singular)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	folgende (Plural)
FinMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FS	Festschrift
FSMA	Financial Services & Markets Act
GBP	Britisches Pfund
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GG	Grundgesetz
GRUR Int.	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, Internationaler Teil
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.d	im Sinne der/des
i. V. m.	in Verbindung mit
Int. J. Consum. Stud.	International Journal of Consumer Studies
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin	Journal of Finance
J. Fin. Reg. Compliance	Journal of Financial Regulation and Compliance
J. Pers. & Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
Mgmt. Sci.	Management Science
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
Mio.	Million
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.ä.	oder ähnliche/ähnliches
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapiere

PRIIP	Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Q&A	Questions and Answers
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
S.	Seite
SA	Securities Act
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange Commission
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannte
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
Stan L. Rev.	Stanford Law Review
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev	University of Cincinnati Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
UAbs.	Unterabsatz
USD	US-Dollar
Va. L. Rev	Virginia Law Review
VersR	Versicherungsrecht
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WIB	Wertpapier-Informationsblatt
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapiermitteilungen
Wm. & Mary J.	The William & Mary Journal of Women and the Law
Woman & L.	The William & Mary Journal of Women and the Law
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Y. B. Eur. L.	Yearbook of European Law Review
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik



## A. Einführung

„Wer als Verbraucher Finanzprodukte erwirbt, Finanzdienstleistungen in Anspruch nimmt oder dies plant, braucht Schutz“.<sup>1</sup> Mit diesem Zitat, das der Homepage der BaFin entnommen ist, wird direkt in das Themengebiet dieser Untersuchung eingeführt. Bei der Feststellung der Schutzbedürftigkeit von Verbrauchern bzw. Anlegern stellt sich die Frage, wie dieser Schutz ausgestaltet ist. Angesprochen ist die Frage nach dem Anlegerleitbild. Grundüberlegung ist dabei, welche Maßstäbe und Erwartungen an den Kleinanleger anzulegen sind.<sup>2</sup> Nachdem lange Zeit der „mündige Anleger“ im Sinne eines homo oeconomicus Grundlage des Anlegerleitbildes war, stellt sich nach der Einführung von Schutzinstrumenten wie der Product Governance und vor allem den Produktinterventionsrechten der Aufsichtsbehörden die Frage, ob und inwiefern sich dieser Maßstab verschoben hat.

Vielfach wird dabei die Befürchtung geäußert, der Verbraucherschutz habe Einzug in das Kapitalmarktrecht gehalten.<sup>3</sup> Hintergrund dieser Entwicklung sind die Erkenntnisse der Verhaltensökonomie, die mit einem empirischen Ansatz Abweichungen des menschlichen Verhaltens von einem idealen Rationalverhalten beobachtet. Neben der Frage, welche Erwartungshaltungen und Vorstellungen dem Leitbild eines Anlegers derzeit zugrunde liegen, ist die Kernfrage vor allem, wie und in welchem Maß die Erkenntnisse der Verhaltensökonomie Einzug in das Anlegerleitbild halten sollten. Um der Schutzbedürftigkeit der Anleger gerecht zu werden, gibt es eine Vielzahl an Vorschlägen. In dieser Untersuchung soll bewertet werden, inwiefern eine Ampellösung für Finanzprodukte und Produktinterventionen taugliche Schutzinstrumente sein können. Vor allem in Form der Produktintervention zeichnet sich bereits an dieser Stelle ein zentraler Konflikt zwischen der Schutzbedürftigkeit der Anleger einerseits, die zu paternalistischen Eingriffen führen kann und der Privatautonomie und Selbstbestimmung der Anleger auf der anderen Seite, ab. Ob und wie dieser Konflikt aufgelöst werden kann, wird im weiteren Verlauf der Untersuchung zu klären sein.

---

<sup>1</sup> Das Zitat ist abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/BaFinVerbraucherschutz/BaFin/was\\_macht\\_die\\_bafin\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/BaFinVerbraucherschutz/BaFin/was_macht_die_bafin_node.html).

<sup>2</sup> Die Untersuchung konzentriert sich auf den Kleinanleger, weil für diesen generell die höchste Schutzbedürftigkeit angenommen wird. Darüber hinaus steht er im Zentrum der rechtspolitischen Diskussion.

<sup>3</sup> *Weck*, Die Regulierung innovativer Finanzinstrumente, S. 630; *Assmann/Buck-Heeb*, in: *Assmann/Schütze*, HdB Kapitalanlagerecht, § 1 Rn. 3a ff.; *Ekkenga*, in: Münchener Kommentar zum HGB, P. Effektingeschäft Rn. 288; *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012) 66, 76; *Hopt*, WM 2009, 1873, 1879.

Im ersten Teil der Untersuchung werden dafür zunächst die Grundlagen kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes dargestellt. Dabei wird auf die ökonomischen Grundlagen mit dem homo oeconomicus als Verhaltensmodell und die Erkenntnisse der Verhaltensökonomie eingegangen. Anschließend erfolgt eine Untersuchung, welchen generellen Ansätzen und Methoden sich das Recht bedient, um Anlegerschutz umzusetzen. Nachdem diese Grundlagen erarbeitet sind, beschäftigt sich der zweite Teil mit den aktuell vorherrschenden Anlegerleitbildern. Untersucht werden die Anlegerleitbilder in Gesetzgebung, Rechtsprechung und bei den Aufsichtsbehörden. Anschließend wird ein rechtsvergleichender Blick auf die Rechtsordnungen der USA, des UK und der Schweiz vorgenommen. Hauptaugenmerk der Untersuchung ist dabei, inwiefern das Anlegerleitbild bereits *de lege lata* durch verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse geprägt ist. Anschließend erfolgt eine Einordnung der rechtlichen Relevanz verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse und die Herausarbeitung eines eigenen Anlegerleitbildes. Dabei wird die Frage im Vordergrund stehen, inwiefern die durch die Verhaltenswissenschaft herausgearbeiteten Rationalitätsdefizite eine Rolle spielen sollten. Daneben wird darauf eingegangen, inwiefern sich das Anlegerschutzrecht zu einem Verbraucherschutzrecht weiterentwickelt und wie eine solche Entwicklung zu bewerten ist. Hiernach widmet sich ein Kapitel dem Vorschlag der Ampelkennzeichnung und nimmt eine Bewertung der Produktintervention als Schutzinstrument vor. Abschließend werden die wichtigen Thesen noch einmal dargestellt.

## B. Grundlagen des Anlegerschutzes

In diesem Kapitel werden zunächst die Grundlagen des Anlegerschutzes dargestellt. Dabei wird geklärt, welche ökonomischen Konzepte dem Anlegerschutz zugrunde liegen, warum es Anlegerschutz überhaupt gibt und welche Ziele ein wirksamer Anlegerschutz zu erreichen hat. Anschließend werden die grundsätzlichen Möglichkeiten anlegerschützender Regelungen und ihr Zusammenhang mit dem zugrunde liegenden Anlegerleitbild dargestellt. Abschließend wird in diesem Teil auch auf die Rolle der Aufsichtsbehörden eingegangen werden.

### I. Ökonomische Grundlagen

#### 1. Bedeutung und Funktion des Kapitalmarktes

Moderne Volkswirtschaften kommen ohne funktionierende Kapitalmärkte nicht mehr aus. Die wichtigste Funktion des Kapitalmarktes besteht dabei in der Finanzierung von Unternehmen und zunehmend auch der öffentlichen Hand.<sup>1</sup> Hierzu führt der Kapitalmarkt die Kapitalnachfrage der Unternehmen mit der Anlagebereitschaft der Anleger zusammen. Damit ergänzt der Kapitalmarkt die klassische Fremdfinanzierung über eine Bank, die insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen aufgrund hoher Zinssätze oft problematisch sein kann.<sup>2</sup> Aber auch für Großprojekte eröffnet der Kapitalmarkt die Möglichkeit der Risikostreuung, da sich die Bereitstellung von Kapital auf eine Vielzahl verschiedener Anleger verteilt.<sup>3</sup> Gleichzeitig erfüllt die Beteiligung breiter Bevölkerungsschichten am Kapitalmarkt den Zweck, das Eigentum an Produktionsmitteln zu streuen und so einen Großteil der Bevölkerung am Wirtschaftswachstum zu beteiligen.<sup>4</sup> Die Relevanz dieses Punktes verdeutlicht sich vor allem vor dem Hintergrund der immer wichtiger werdenden Rolle des Kapitalmarkts für die Altersvorsorge der Bürger.<sup>5</sup> Durch eine Beteiligung am Kapitalmarkt können diese am globalen Wirtschaftswachstum teilhaben und so ihre staatliche Altersvorsorge ergänzen bzw. ersetzen. Darüber hinaus eröffnet der Kapitalmarkt Möglichkeiten zur effektiven und kostengünstigen Versicherung gegen Preis-, Zins-, und Wechselkursrisiken. So nutzt

---

<sup>1</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 7; *Früh*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Abschnitt 4 Rn. 1.95.

<sup>2</sup> *Klöhn*, in: Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 3.

<sup>3</sup> *Hirte/Heinrich*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, Einleitung, Rn. 14.

<sup>4</sup> *Assmann*, ZBB 1989, 49, 52; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 301.

<sup>5</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 2; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht Rn. 1.68.