

MARTIN GERDING

Anlegerschutz
durch Produktverbote
auf Finanzmärkten

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
91*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

91



Martin Gerding

Anlegerschutz durch Produktverbote auf Finanzmärkten

Systematik, Legitimität und praktische
Handhabung der Produktintervention

Mohr Siebeck

Martin Gerding, geboren 1989; Studium der Rechtswissenschaft an der Universität Osnabrück; 2016 Erste juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück; 2020 Promotion; Referendariat im Bezirk des OLG Oldenburg; 2021 Zweite juristische Staatsprüfung.
oric.org/0000-0003-1133-5933

ISBN 978-3-16-160769-1 / eISBN 978-3-16-160770-7
DOI 10.1628/978-3-16-160770-7

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2021 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Eltern

Vorwort

Die Arbeit ist während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück entstanden. Sie wurde im Dezember 2018 fertig gestellt und im Wintersemester 2020/2021 vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück als Dissertation mit dem Titel „Produktbezogene Finanzmarktaufsicht – Anlegerschutz durch Produktintervention“ angenommen. Die Disputation fand am 15. Dezember 2020 statt.

Die Arbeit ist inhaltlich auf dem Stand von Mitte Dezember 2018. Danach eingetretene Entwicklungen hinsichtlich Gesetzgebung, Verwaltungspraxis, Literatur und Rechtsprechung wurden mit Ausnahme der zwischenzeitlich in Kraft getretenen VO (EU) 2017/1129 nicht mehr berücksichtigt. Die Auflagen der zitierten Werke habe ich auf den Stand von Ende Dezember 2020 gebracht.

Ich danke meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Andreas Fuchs, LL.M. (Michigan) herzlich für die konstruktive und vertrauensvolle Zusammenarbeit während meiner Zeit als Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl, für die Freiheit, die er mir im Rahmen meines Promotionsvorhabens gewährt hat, und für die wertvollen Hinweise und Anregungen im Zuge der Fertigstellung der Arbeit.

Herrn Professor Dr. Hans-Jürgen Ahrens danke ich für die überaus zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die hilfreichen Anregungen zur Neubetitelung der Arbeit.

Besonderer Dank gebührt meinen ehemaligen Kollegen und Weggefährten am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, von denen ich hier stellvertretend Andreas Krummen und Eugen Reismann erwähnen möchte. Die Zeit dort wird mir immer als eine der schönsten in Erinnerung bleiben.

Petra Heidemeyer und Heike Kordts danke ich für die angenehmen Gespräche, ihr stets offenes Ohr und nicht zuletzt für die Hilfe bei der Formatierung der Arbeit.

Den Reihenherausgebern Herrn Professor Dr. Jörn Axel Kämmerer, Herrn Professor Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt und Herrn Professor Dr. Rüdiger Veil möchte ich an dieser Stelle ebenfalls meinen Dank für die Aufnahme

der Arbeit in die „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“ aussprechen.

Ich widme die Arbeit meinem viel zu früh verstorbenen Vater Dr. med. Bernard Josef Gerding und meiner Mutter Gabriele Johanna Welsing-Gerding. Ohne den bedingungslosen Rückhalt und die Unterstützung meiner Eltern in allen Lebenslagen wäre ich nicht da, wo ich jetzt bin. Meinem Bruder Stefan Gerding danke ich nicht nur für das tapfere Korrekturlesen der Arbeit, sondern auch dafür, dass er immer an meiner Seite ist.

Martin Gerding, im Mai 2021

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XVII
§ 1 Einführung	1
<i>A. Ausgangspunkt</i>	2
<i>B. Gegenstand der Untersuchung</i>	6
<i>C. Ziel und Gang der Untersuchung</i>	8
§ 2 Grundzüge und Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzsystems	11
<i>A. Anlegerschutz als Ziel der Finanzmarktaufsicht</i>	12
I. Der Anlegerschutzbegriff	12
1. Definition	12
2. Funktion	12
a) Institutioneller Anlegerschutz	13
b) Individueller Anlegerschutz	14
3. „Finanzieller Verbraucherschutz“ als Anlegerschutz	14
II. Der Begriff des Kleinanlegers	16
1. Der Kleinanleger im Tatsächlichen	16
2. Der Kleinanleger im WpHG	17
3. Der Kleinanleger als Verbraucher	18
<i>B. Die typische Risikoexposition des Anlegers</i>	19
I. Grundlagen	19
1. Das Vertrauensgut „Finanzprodukt“	19
2. Die Anlageentscheidung	19
II. Spezifische Risiken für Anleger	21
1. Substanzerhaltungsrisiken	21
2. Informationsrisiken	22
3. Konditionenrisiken	24
4. Sonstige Risiken	25

<i>C. Die Schutzkonzeption des „Anlegerschutzrechts“</i>	25
I. Das Informationsmodell als Anlegerschutzinstrument	26
1. Konzeption	26
2. Ursprung	27
3. Erscheinungsformen	28
4. Ökonomischer Hintergrund	29
a) Homo oeconomicus	29
b) Kapitalmarkteffizienzhypothese	29
c) Ökonomische Funktion von Anlegerschutz	30
II. Die Grenzen des Informationsmodells	31
1. Austarierung des Pflichtenkanons	31
2. Der Einfluss der Verhaltensökonomik	32
a) Entwicklung und heutige Bedeutung	32
b) Die Trias verhaltensökonomischer Befunde	34
aa) Verhaltensanomalien (bounded rationality)	34
(1) Begrenzte Informationsaufnahme-fähigkeit (Information Overload)	34
(2) Beeinflussung der Anlageentscheidung durch Heuristiken (a) Verfügbarkeit	35
(b) Repräsentativität	38
(3) Art und Weise der Informationsdarstellung	38
(4) Selbstüberschätzung auf Anleger- und Anbieterseite	39
(5) Referenzpunktabhängigkeiten	40
bb) Willensschwächen (bounded willpower)	41
cc) Beschränkter Eigennutz (bounded self-interest)	41
c) Produktverbote als Antwort auf beschränkte Anlegerrationalität?	43
V. Fazit	45
§ 3 Anlegerschutz durch Produktintervention im System des Anlegerschutzrechts	47
<i>A. Produktverbote als Anlegerschutzinstrument</i>	47
I. Definition	47
II. Systematisierung	49
III. Erscheinungsformen	49
1. Materielle Produktverbote	51
a) Termingeschäftsfähigkeit	51
b) § 100 Abs. 2 Satz 1 WpHG	53
2. Formelle Produktverbote	53
a) Bereichsspezifische Ausschlussstatbestände	53
aa) Erwerbsverbot für Spezial-AIF-Anteile	54

bb) Verbot von Vermögensanlagen mit Nachschusspflicht	54
cc) Gestaltungsvorgaben für das Produktdesign	55
b) Selbstverpflichtungen	56
c) Unerfüllbare Beratungspflichten	56
d) Sonderfall: Beschränkungen bei komplexen Finanzinstrumenten	57
IV. Zwischenfazit	58
<i>B. Die Produktintervention</i>	58
I. Entstehungsgeschichte	58
1. Von § 4b WpHG aF zu Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 und § 15 WpHG	58
2. Normativer Gleichlauf zwischen § 4b WpHG aF und Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014	59
3. Praktische Bedeutung des § 4b WpHG aF	60
II. Konzeptionelle Grundlagen des Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014	61
1. Der funktionale Regelungsansatz	61
a) Bestimmtheit	62
b) Rechtsnatur	63
2. Die Eingriffsvoraussetzungen	64
a) Tatbestandsvoraussetzungen	64
b) Konkretisierung durch Art. 21 DVO 2017/567	65
c) Anlegerschutzbedenken als Abwägungsfrage	66
3. Das Subsidiaritätsprinzip	67
a) Produktintervention durch die BaFin	67
b) Produktintervention durch ESMA und EBA	68
aa) Art. 40, 41 Abs. 2 lit. b) VO (EU) Nr. 600/2014	69
(1) Unterschiedliche Sprachfassungen	69
(2) Szenariobetrachtung	69
(3) Ergebnis und Verständnis der ESMA	70
bb) Art. 40, 41 Abs. 2 lit. c) VO (EU) Nr. 600/2014	72
III. Rechtsfolgen	73
1. Produktbezogene Intervention	73
a) „Vermarktung“	73
b) „Vertrieb“	74
c) „Verkauf“	75
2. Verhaltensbezogene Intervention	76
IV. Zwischenfazit	77
<i>C. Das Anlegerleitbild der Produktintervention</i>	79
I. Maßstab der Leitbildentwicklung	79
1. Positive und vorrechtliche Leitbilder	79
2. Welches Leitbild sollte der Gesetzgeber zugrunde legen?	79

II. Das Leitbild	81
1. Der paternalistische Charakter der Produktintervention	81
a) Der Paternalismusbegriff	81
aa) Definition	82
bb) Abgrenzung	82
b) Einordnung der Produktintervention	83
c) Produktintervention als libertär paternalistisches Instrument?	84
2. Die Verwaltungspraxis	86
a) Entwurf AllGVerf. v. 28. Juli 2016 (Bonitätsanleihen)	86
b) Contracts for Difference (CFD)	87
aa) BaFin, AllGVerf. v. 8. Mai 2017	87
bb) ESMA, Beschl. (EU) 2018/795 v. 22. Mai 2018	88
3. Fazit	88
<i>D. Systemkonformität?</i>	89
I. Meinungsstand	89
II. Differenzierende Überlegungen	90
1. Szenario 1	90
2. Szenario 2	91
III. Abschließende Bewertung	92
§ 4 Legitimation von Produktinterventionen mit dem Zweck des Anlegerschutzes	95
<i>A. Begriff der Legitimation</i>	95
<i>B. Produktintervention als Grundrechtseingriff</i>	96
I. Maßstab der Untersuchung	96
II. Betroffene Grundrechtspositionen	97
III. Rechtfertigungsansätze	98
1. Schutzpflichtfunktion der Privatautonomie	99
a) Grundlagen	99
b) Wiederherstellung materieller Privatautonomie als Schutzauftrag	100
aa) Formale Vertragsfreiheit	100
bb) Materielle Vertragsfreiheit	101
cc) Kriterien für die Schutzpflichtaktivierung	101
(1) Wirtschaftliche und emotionale Unterlegenheits- situationen	102
(2) Fehlende Möglichkeit zur effektiven Interessen- wahrnehmung	102
(3) Zwischensynthese	103
2. Schutzpflichtgedanke und Verhaltensökonomik	105

a) „Kontrolldefizit“ aufgrund beschränkter Anlegerrationalität?	105
b) Parallelen zur Rechtfertigung der Inhaltskontrolle nach § 307 BGB	106
c) Einschränkende Wertungsgesichtspunkte	108
aa) Heterogenität verhaltensökonomischer Erkenntnisse	108
bb) Keine zwingende Selbstschädigung bei nicht rationalem Verhalten	109
cc) Kein Korrekturvorbehalt für beschränkt rationale Anlageentscheidungen	110
d) Fazit	110
<i>C. Regulierungstheoretische Gesichtspunkte</i>	111
I. Folgewirkungen der Produktintervention	112
1. Liquiditätsverluste	112
2. Innovationsdiffusion	113
3. Verhinderung von Lerneffekten	114
a) Perspektive eines liberalen Anlegerschutzes	115
b) Perspektive eines paternalistischen Anlegerschutzes	115
c) Einschränkende Überlegungen	116
II. Abschließende Bewertung	117
 § 5 Praktische Handhabung der Produktintervention	 121
<i>A. Schutzlücken bei Produktintervention nach Vertragsschluss</i>	121
I. Problemstellung	121
II. Präventive Produktintervention mit Erlaubnisvorbehalt?	122
1. Funktion	123
2. Potenzial	123
3. Bewertung	124
III. Produktrückruf als Lösungsansatz	126
IV. Fazit	127
 <i>B. Überinklusio</i> n nicht schutzbedürftiger Anleger	 128
I. Problemstellung	128
1. Kriterien für die Anlegerkategorisierung	128
2. Notwendigkeit einer Typisierung	129
a) Fehlende Differenziertheit des Privatkundenbegriffs	129
b) Überinklusion als Folge	130
II. Lösungsansätze	130
1. Begriffliche Ausdifferenzierung	131
a) Modifizierter Privatkundenbegriff	131
b) Verbraucherbegriff	132

2. Opting-out für betroffene Anleger?	132
a) Konstruktion	133
b) Bewertung	134
§ 6 Subjektive Rechtsfolgen der Produktintervention	137
<i>A. Zivilrechtliche Konsequenzen</i>	137
I. Rechtsfolgen im Vertragsrecht	137
1. Produktintervention als Wirksamkeitshindernis?	137
a) Konstruktion	138
b) Bewertung	139
2. Auswirkungen auf die Anlageberatung	141
a) Relevanz einer Produktintervention für die Anlageberatung	141
b) Art und Weise der Einwirkung	142
aa) Berater ist Adressat der Produktintervention	143
bb) Berater ist nicht Adressat der Produktintervention	143
3. Auswirkungen auf das Produktdesign	144
a) Art. 19–21 DVO 2017/567	144
b) Konkrete Interventionsverfügungen	145
4. Vermutungswirkung?	146
a) Funktion	146
b) Notwendigkeit	147
aa) Vertragsschluss vor Erlass der Verfügung	147
bb) Vertragsschluss nach Erlass der Verfügung	147
II. Rechtsfolgen im Deliktsrecht	148
1. § 823 Abs. 1 BGB	148
2. § 823 Abs. 2 BGB	148
3. § 826 BGB	150
4. Deliktische Haftung bei beratungsfreien Geschäften?	150
a) Gefährdungshaftung	151
b) Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 als Schutzgesetz	152
III. Amtshaftung	152
<i>B. Rechtsschutz gegen Interventionsverfügungen</i>	153
I. Rechtsschutzmöglichkeiten	153
II. Umfang einer gerichtlichen Kontrolle	154
1. Grundlagen	155
a) Regelfall: Vollständige Überprüfbarkeit	155
b) Ausnahme: Letztentscheidungskompetenz der Behörde	156
c) Eingeschränkter Kontrollmaßstab	157

2. Letztentscheidungskompetenz in Bezug auf die quantitative Eingriffsschwelle?	158
a) Maßstab: Normative Ermächtigungslehre	158
aa) Wortlautinterpretation	158
(1) Grundlinien der Interventionsentscheidung	158
(2) Qualitative Konkretisierung durch Art. 21 DVO 2017/567	159
(3) Tatsachenbeurteilung technischer Art?	161
bb) Systematik des Produktinterventionsregimes	162
b) Abschließende Bewertung	163
 § 7 Schlussbetrachtung	 165
 § 8 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse in Thesen	 167
<i>A. Grundlagen (§ 2)</i>	167
<i>B. Systematische Einordnung (§ 3)</i>	168
<i>C. Legitimation (§ 4)</i>	170
<i>D. Praktische Handhabung (§ 5)</i>	171
<i>E. Subjektive Rechtsfolgen (§ 6)</i>	171
 Literaturverzeichnis	 173
Stichwortverzeichnis	187

Abkürzungsverzeichnis

2. FimaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
aA	andere(r) Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Account. Rev.	The Accounting Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUU	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft – Zeitschrift für deutsches, europäisches und internationales Aktien-, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AllgVerf.	Allgemeinverfügung
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CFD	Contracts for Difference
Cogn. Psychol.	Cognitive Psychology
COM	Commission/Kommission
ders.	derselbe
dies.	dieselbe

DJT	Deutscher Juristentag
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung – Zeitschrift für Öffentliches Recht und Verwaltungswissenschaften
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVO 2017/565	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie
DVO 2017/567	Delegierte Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESAs	European Supervision Authorities
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et aliud/alii
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Eur. Rev. Private Law	European Review of Private Law
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FTC	Federal Trade Commission
GentG	Gesetz zur Regelung der Gentechnik
George Washington Law Rev.	The George Washington Law Review
GewArch	Gewerbearchiv
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GS	Gedenkschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Hrsg.	Herausgeber(in)
iHv	in Höhe von
ISIN	International Securities Identification Number
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bus.	The Journal of Business
J. Consumer Aff.	The Journal of Consumer Affairs
J. Consumer Pol.	Journal of Consumer Policy
J. Econ. Behav. Organ.	Journal of Economic Behavior & Organization
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Exp. Psychol. Learn. Mem. Cogn.	Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition

J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Finance	The Journal of Finance
J. Law Econ.	The Journal of Law and Economics
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies
J. Money Credit Bank.	Journal of Money, Credit and Banking
J. Pers. Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Polit. Econ.	Journal of Political Economy
J. Risk Uncertain.	Journal of Risk and Uncertainty
jurisPR-BKR	Juris Praxisreport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Law Hum. Behav.	Law and Human Behavior
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
Minn. Law Rev.	Minnesota Law Review
mwN	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Ohio State Law J.	Ohio State Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
Organ. Behav. Hum. Decis. Process	Organizational Behavior and Human Decision Processes
OTC	Over the Counter
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
ProdSG	Gesetz über die Bereitstellung von Produkten am Markt
PROKON	PROKON Regenerative Energien GmbH
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RCT	Rational Choice Theory
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf

Rev. Financ. Stud.	The Review of Financial Studies
RGBI.	Reichsgesetzblatt
RL	Richtlinie
RL 2004/39/EG	siehe MiFID
RL 2014/65/EU	siehe MiFID II
Rn.	Randnummer
RW	Zeitschrift für rechtswissenschaftliche Forschung
S.	Seite/n
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group
Spezial-AIF	Alternativer Investmentfonds, dessen Anteile aufgrund von schriftlichen Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder aufgrund der konstituierenden Dokumente des AIF nur erworben werden dürfen von professionellen Anlegern im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB und semiprofessionellen Anlegern im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB
Stanford Law Rev.	Stanford Law Review
StVG	Straßenverkehrsgesetz
TKG	Telekommunikationsgesetz
u. a.	unter anderem/und andere
UAbs.	Unterabsatz
Univ. Chic. Law Rev.	The University of Chicago Law Review
Univ. PA. Law Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
v.	von/vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VO (EU) Nr. 596/2014	siehe MAR
VO (EU) Nr. 600/2014	siehe MiFIR
VuR	Verbraucher und Recht
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
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
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Die Abkürzungen nicht-deutscher Fachzeitschriften richten sich nach dem ISO-4-Standard der Internationalen Organisation für Normung (Information and documentation – Rules for the abbreviation of title words and titles of publications).

§ 1 Einführung

If the bankers' compensation is reasonable, considering the skill and risk involved, there can be no objection to making it known. If it is not reasonable, the investor will „strike“ [...]¹.

Anlegerschutz durch Recht hat die Ermöglichung einer optimalen Anlageentscheidung durch den Anleger zum Ziel². Optimal bedeutet, dass dieser in die Lage versetzt wird, unter Zugrundelegung umfassender Informationen über das avisierte Finanzprodukt³ eine Entscheidung zu treffen, die dem eigenen Risikoprofil entspricht. Hierzu sollen potenzielle und bestehende Informationsasymmetrien zwischen Angebots- und Nachfrageseite im Vorfeld der Anlageentscheidung durch zivil- und aufsichtsrechtliche Aufklärungs-, Informations- und Beratungspflichten abgebaut werden (Informationsmodell)⁴. Das Ziel eines so verstandenen Anlegerschutzes besteht nicht in einer Beeinflussung der Anlageentscheidung in eine bestimmte (vermeintlich „richtige“) Richtung; es ist vielmehr in der Beförderung einer eigenverantwortlichen und risikobewussten Entscheidung durch den Anleger selbst zu sehen⁵.

¹ *Brandeis*, What Publicity Can Do, in: *Other People's Money* (Reprint), 2009, S. 101 f.

² *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2010, Rn. 11.2; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 164, 206; *Schmies*, in: Engel/Englerth/Lüdemann et al., 2007, 165, 175; *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, 2002, F29.

³ Der Begriff des Finanzprodukts fungiert für die Zwecke der Untersuchung als Oberbegriff für sämtliche Vertragsgestaltungen, die eine Anlage von Geld ermöglichen. Hierunter fallen zunächst Finanzinstrumente im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 RL 2014/65/EU in Verbindung mit Anhang I Abschnitt C und § 2 Abs. 4 WpHG, strukturierte Einlagen, Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 VermAnlG und Anteile an Investmentvermögen im Sinne von § 1 Abs. 1 KAGB. Er beinhaltet daneben auch alle sonstigen Gestaltungen, die aufsichtsrechtlich nicht ausdrücklich erfasst sind. Der Begriff des Finanzprodukts ist damit weiter als der des Finanzinstruments, da beispielsweise nicht jede Vermögensanlage auch Finanzinstrument ist (so etwa § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG), siehe zu dieser Definition auch *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 190.

⁴ *Möllers*, in: FS-Hopt, 2010, 2247, 2250; *Langenbacher*, ZHR 177 (2013), 680, 681 f.; zur Entstehungsgeschichte *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 395 ff.

⁵ Siehe nur den Wortlaut des § 63 Abs. 7 Satz 1 WpHG: „Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, ihren Kunden [...] Informationen [...] zur Verfügung zu stellen, die erforderlich sind, damit die Kunden nach vernünftigem Ermessen die Art und die Risiken der ihnen angebotenen oder von ihnen nachgefragten Arten von Finanzinstrumenten oder Wert-

Der spätere US-amerikanische Bundesrichter *Louis D. Brandeis* beschrieb die Vorzüge des Informationsmodells für die Regulierung der Bankiersvergütungen unter dem Titel „What Publicity Can Do“⁶: Sofern die Vergütung des Bankiers angemessen sei, bestehe kein Grund, sie nicht offenzulegen. Sei sie nicht angemessen, so werde der potenzielle Anleger „streiken“, also von einem Erwerb des entsprechenden Wertpapiers absehen. Vor allem letztere Prämisse prägt im abstrakten Sinne den Anlegerschutz⁷ als Strukturelement des Kapitalmarktrechts: Die Offenlegung relevanter Informationen führt nach diesem Grundverständnis dazu, dass der Anleger in die Lage versetzt wird, die „Sicherheit“ der Anlage selbst beurteilen zu können, und als Folge dessen selbst von einer für ihn nachteiligen Anlageentscheidung absieht⁸. Durch diesen Mechanismus werde sich – in *Brandeis’* Worten – die Vergütung des Bankiers automatisch und von selbst auf ein angemessenes Maß beschränken⁹. Das so skizzierte Modell fußt auf der Grundüberzeugung von der Selbstregulierungskraft von Märkten, wodurch Fehlentwicklungen allein durch die Marktmechanismen von Angebot und Nachfrage ausgeglichen werden können. Soweit also das geltende Anlegerschutzrecht das Informationsmodell als zentrales Regelungsinstrument verwendet, offenbart dies ein marktrational-optimistisches¹⁰ Verständnis des Gesetzgebers, das auf die Eigenverantwortlichkeit des Anlegers vertraut und dessen Entscheidungsautonomie respektiert.

A. Ausgangspunkt

Was gilt aber, wenn der Anleger trotz umfassender Offenlegung für ihn selbst nachteilige Anlageentscheidungen trifft, die oben formulierten Prämissen also in Teilen oder insgesamt in der Realität nicht zutreffen? Geht man dieser Frage nach, so ist zwar zu konstatieren, dass Modellannahmen per definitionem keine exakte Abbildung der Wirklichkeit darstellen und das Informationsmodell nicht bereits deshalb als ineffektives Anlegerschutzinstrument zu bewerten ist, weil dessen Menschenbild in der Realität nicht vollständig zutrifft. Der Legitima-

papierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidung treffen können“.

⁶ Insgesamt zum historischen Kontext *Brandeis*, *Our Financial Oligarchy*, in: *Other People’s Money* (Reprint), 2009, S. 1 ff.

⁷ Zur Begriffsdefinition siehe § 2, A. I. 1.

⁸ *Brandeis*, *What Publicity Can Do*, in: *Other People’s Money* (Reprint), 2009, S. 102.

⁹ *Brandeis*, *What Publicity Can Do*, in: *Other People’s Money* (Reprint), 2009, S. 103 f.

¹⁰ Der Begriff geht zurück auf *Langenbacher*, *ZHR* 177 (2013), 679, 680 f. und wird u. a. aufgegriffen von *Gläßner*, *Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten*, 2017, S. 75 ff.

tionsgrad des Informationsmodells verringert sich aber, soweit die beschriebenen Grundprämissen in tatsächlicher Hinsicht widerlegt sind und dies in der Praxis spürbare Folgen zeitigt.

Im Nachgang der Finanzkrise im Jahre 2008 traten spürbare Folgen zahlreich zutage. So kam es zu einer Reihe von Fällen, in denen eine Vielzahl unterschiedlicher Anleger durch ungeeignete Vermögensanlagen am (ehemals)¹¹ Grauen Kapitalmarkt Vermögenseinbußen erlitten hatten¹². Exemplarische Bedeutung für den damals unzureichenden Anlegerschutz kommt dabei vor allem der medienwirksam publik gewordenen Insolvenz des Windenergie-Betreibers „PROKON Regenerative Energien“ GmbH zu, in deren Nachgang zahlreiche Kleinanleger erhebliche finanzielle Verluste hinnehmen mussten¹³. Die betroffenen Anleger hatten Kommanditanteile und später von PROKON begebene Genussrechte erworben, welche entgegen ihrer hochriskanten und unflexiblen Produktstruktur als sichere Geldanlage beworben worden waren¹⁴. Die Eignung des Informationsmodells für einen umfassenden Anlegerschutz wurde ungeachtet der dortigen Verfehlungen¹⁵ aber auch grundsätzlich infrage gestellt¹⁶. Denn neben der offenkundigen Notwendigkeit, irreführende Werbung zu verhindern, stellte sich die Frage, weshalb Anleger überhaupt Finanzprodukte erwerben, deren Risikostruktur nicht ihrem Risikoprofil entspricht. Ein rationaler Anleger hätte solche Produkte im Vorfeld seiner Anlageentscheidung aussortiert. Dass sich Anleger in der Realität insoweit gegensätzlich verhielten, legte offensichtliche Defizite in der herkömmlichen Anlegerschutzgesetzgebung offen.

Die anschließende Suche des Gesetzgebers nach Alternativen mündete in einem partiellen Vorgriff auf die europäischen Regelwerke MiFID II¹⁷ und Mi-

¹¹ Möllers/Kastl, NZG 2015, 849, 849; Aurich, GWR 2014, 295, 295; vgl. auch Roth, GWR 2015, 243, 243.

¹² Vgl. den RegE zum Kleinanlegerschutzgesetz, BT-Drucks. 18/3994, S. 1.

¹³ Gläßner, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 19, 185.

¹⁴ OLG Schleswig NZG 2013, 504, 505; siehe auch Gläßner, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 40 f.; Casper, ZBB 2015, 265, 266; Tiffe, VuR, 2014, 81, 82; vgl. auch Pressemitteilung des BMJV v. 12. November 2014, BB 2014, 2818.

¹⁵ Produktverbote sind insbesondere vor dem Hintergrund der durch „toxische“ Finanzprodukte wie CDO und CDS mitverursachten Finanzkrise in den Mittelpunkt der Diskussion gerückt, Schäfer, in: FS-Schwintowski, 2017, 345, 345; eingehend dazu Klingensbrunn, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 139 ff.

¹⁶ Im MiFID-II-Vorschlag der Kommission (COM [2011] 656 final, S. 2) heißt es wörtlich: „Frühere Annahmen, denen zufolge sich Markteffizienz eher durch die Beschränkung auf ein Minimum an Transparenz, Kontrolle und Anlegerschutz in Bezug auf den Handel mit Finanzinstrumenten erreichen lässt, sind nicht länger haltbar.“; aus dem Schrifttum Clouth, ZHR 177 (2013), 212, 213 („Bewährungsprobe“); Langenbacher, ZHR 177 (2013), 680, 682 („Legitimationsdruck“); vgl. auch Klingensbrunn, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 4 f.

¹⁷ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Mai 2014 über

FIR¹⁸. Das Kleinanlegerschutzgesetz vom 10. Juli 2015¹⁹ enthält zahlreiche Maßnahmen zur Verbesserung des „Verbraucherschutzes im Finanzmarkt“ und ist Teil eines entsprechenden Aktionsplans des Bundesjustiz- und Bundesfinanzministers mit gleicher Zielsetzung²⁰. Es gilt als direkte Reaktion des Gesetzgebers auf die im Rahmen der PROKON-Insolvenz zutage getretenen Lücken im Anlegerschutz²¹.

Die wesentlichen Elemente des Gesetzes sind eine qualitative Verbesserung der Informationen für Anleger im Bereich der Vermögensanlagen²² sowie eine verstärkte Vertriebs- und Produktregulierung²³, die Ausprägung einer zunehmend paternalistischen²⁴ Haltung des Gesetzgebers ist²⁵. Da der Vertrieb der beschriebenen Vermögensanlagen damals keiner oder nur einer eingeschränk-

Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinie 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173, S. 349 ff.

¹⁸ Verordnung 600/2014/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173, S. 84 ff.

¹⁹ BGBl. 2015 I, S. 1114; zur Gesetzgebungsgeschichte *Casper*, ZBB 2015, 265, 266.

²⁰ *Aurich*, GWR 2014, 295, 295; der Aktionsplan samt dem hierzu entworfenen Maßnahmenpaket ist abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2014-05-22-anlegerschutz.html.

²¹ *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849, 849 f.; *Weber*, NJW 2015, 2307, 2308 („Lex PROKON“); *Jesch/Siemko*, BB 2014, 2570, 2570. Missstände beim Anlegerschutz haben daneben die Fälle *Infinus*, S&K Investments sowie die Lehman-Insolvenz offenbart, siehe *Bouchon/Mehlkopp*, in: Fuchs (Hrsg.), § 4b, Rn. 2; zum Ganzen auch *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 185 ff.; *Casper*, ZBB 2015, 265, passim.

²² So ausdrücklich BT-Drucks. 18/3994, S. 1 f.: „Insbesondere soll die Transparenz von Vermögensanlagen weiter erhöht werden, um einem Anleger vollständige und zum Anlagezeitpunkt aktuelle Informationen über die Vermögensanlage zu verschaffen. Damit soll der Anleger die Seriosität und die Erfolgsaussichten einer Anlage einschätzen und eine informierte und risikobewusste Entscheidung treffen können. Durch verbesserten Schutz von Anlegern sollen Vermögensschäden verhindert werden und das Vertrauen in die in Deutschland angebotenen Finanzdienstleistungen und Produkte gestärkt werden“; im Einzelnen *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 196 ff.; zu den in dieser Hinsicht deutlich weitgehenderen Forderungen im RefE und RegE *Casper*, ZBB 2015, 265, 272 f.; siehe auch *Assmann*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), Einl. (VermAnlG), Rn. 14.

²³ *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 261; vgl. auch *Bußalb/Vogel*, WM 2015, 1733, 1734.

²⁴ Zum Begriff § 3, C. II. 1. a).

²⁵ Überblick zu den durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Produkt- und Vertriebskontrollen bei *Bröker/Machunsky*, BKR 2016, 229; *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849; *Kollrus*, MDR 2015, 1334; *ders.*, MDR 2015, 1396; *Buck-Heeb*, CCZ 2016, 2; *Heisterhagen/Conreder*, DStR, 2015, 1929; *Casper*, ZBB 2015, 265; monografisch *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 185 ff.

ten Aufsicht unterlag²⁶, sollte das Kleinanlegerschutzgesetz insbesondere insoweit bestehende Aufsichtslücken schließen²⁷. Die deutlichste Form des skizzierten Regelungsansatzes bildet das Recht der BaFin zur sogenannten Produktintervention. § 4b WpHG aF ermöglichte der BaFin, das Inverkehrbringen von Finanzprodukten beschränken oder verbieten zu können. Das zugrunde liegende Regelungskonzept steht sowohl hinsichtlich seiner Zielsetzung als auch der verwendeten Regelungstechnik konträr zum Informationsmodell, denn das Ziel eines Produktverbots besteht jedenfalls bei vordergründiger Betrachtung nicht in der Beförderung einer eigenverantwortlichen Entscheidung, sondern soll potenziell nachteilige Folgen für betroffene Anleger pauschal und ohne Rücksicht auf den Einzelfall ausschließen. Es handelt sich dabei zwar nicht um einen vollständig neuartigen Regelungsansatz, da bestimmte Formen von Produktverboten – etwa in Form der sogenannten Termingeschäftsfähigkeit qua Information²⁸ – schon vor dem Kleinanlegerschutzgesetz Gegenstand der Anleger-schutzgesetzgebung gewesen sind. Die Sprengkraft der Produktintervention folgt aber aus den weit gezogenen Anwendungsgrenzen des beschriebenen Regelungskonzepts: Der sachliche Anwendungsbereich der Produktintervention ist nicht von vornherein auf einen Teilbereich des Finanzmarktes beschränkt²⁹, sondern wird funktional, das heißt produkt- oder verhaltensbezogen bestimmt. Die BaFin kann im Grundsatz jede denkbare Gestaltungsform sowie zusätzlich bestimmte „Finanztätigkeiten“ beschränken oder verbieten. Der Anwendungsbereich der Produktintervention ist damit „nahezu unbegrenzt“³⁰. Bedeutsam wird dieser Umstand, wenn man sich die abstrakte Zielsetzung von Produktverboten vor Augen führt. Die eingangs formulierte Grundprämisse ist prägendes Strukturelement des Anlegerschutzrechts: Auch unvernünftige Anlageentscheidungen sind zu respektieren, soweit diese auf ausreichender Informationsgrundlage getroffen werden³¹. Es gilt damit der Grundsatz der Anlegerautonomie³², welcher durch bisherige Formen von Produktverboten nur im Kontext beson-

²⁶ Vgl. BT-Drucks 18/3994, S. 1.

²⁷ Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), Einl. (VermAnlG), Rn. 14; Rotter/Gierke, VuR 2014, 255, 260; Weitnauer, GWR 2015, 309, 309; Roth, GWR 2015, 243, 243.

²⁸ Siehe hierzu § 3, B. III. 1. a).

²⁹ Anders etwa § 66 BörsG aF: Finanztermingeschäfte konnte bis zum Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 21. Juni 2002 nur wirksam abschließen, wer „termingeschäftsfähig“ war (§ 53 BörsG aF), hierzu im Einzelnen § 3, A. III. 1. a); eine Zusammenstellung weiterer aufsichtsrechtlicher Produktverbotsbefugnisse findet sich auch bei Schäfer, in: FS-Schwintowski, 2017, 345, 348 ff.

³⁰ Klingenbrunn, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 268.

³¹ Siehe nur BGHZ 147, 343, 349.

³² Treffend als „unveräußerliches Recht, sich selbst zum Narren zu machen“, bezeichnet

ders risikoreicher Geschäfte eingeschränkt worden ist. Eine nahezu flächendeckende behördliche Verbotsbefugnis mit dem Ziel, Anleger pauschal vom Erwerb bestimmter Finanzprodukte auszuschließen, verhält sich diametral zu diesem Grundgedanken. Der Anleger soll vor sich selbst und seinen eigenen nachteiligen Entscheidungen geschützt werden³³.

All dies führt zum Ausgangspunkt für das Untersuchungsinteresse: Wie fügt sich das paternalistisch motivierte Recht zur Produktintervention in das bestehende Anlegerschutzsystem ein und inwiefern kann ein solcher Regelungsansatz dem Anlegerschutz zuträglich sein?

B. Gegenstand der Untersuchung

Den Gegenstand der Untersuchung bildet die „Produktintervention“. Hierfür wird der Begriff als Regelungskonzept definiert, durch das BaFin und ESAs – vermittelt durch eine aufsichtsrechtliche Befugnisnorm – das Inverkehrbringen von Finanzprodukten sowie bestimmte damit zusammenhängende Verhaltensweisen zum Zwecke des Anlegerschutzes untersagen können. Das maßgebliche normative Anschauungsmaterial liefern die Art. 40–42 VO (EU) Nr. 600/2014³⁴. Der Fokus liegt auf dem Aspekt des (Klein-)Anlegerschutzes³⁵. Es geht damit um eine Untersuchung der Produktintervention auf der Mikroebene. Ausgenommen sind hingegen die Gesichtspunkte der Finanzmarkt- beziehungsweise Systemstabilität³⁶.

Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 ist bis zum Inkrafttreten der VO (EU) Nr. 600/2014 durch § 4b WpHG aF abgebildet worden, um bestehende Aufsichtslücken zeitnah zu schließen³⁷. Mittlerweile ist die Befugnisnorm für Finanzinstrumente und strukturierte Einlagen im Sinne der RL 2014/65/EU unmittelbar und für Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG kraft Verweisung (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG) anwendbar. Das Regelungskonzept geht insbesondere mit Blick auf den (nationalen) Anlegerschutz im Bereich der Vermögensanlagen auf das Kleinanlegerschutzgesetz zurück, weshalb Art. 42 VO

bei *Loss*, ZHR 129 (1967), 197, 208; siehe auch *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 75, 94; *Caspari*, NZG 2005, 98, 99.

³³ So auch *Andreotti* (2014), 74; *Gurlit*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014, Rn. 2.

³⁴ Der Regelungskomplex der Produktinterventionsrechte nach der VO (EU) Nr. 600/2014 findet sich in Titel 7, Art. 39–43 VO (EU) Nr. 600/2014.

³⁵ Zum Begriff des Kleinanlegers siehe § 2, A. II. 2.

³⁶ Hierzu *Klingenbrunn*, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 257 ff.

³⁷ BT-Drucks. 18/3994, S. 52 f.; siehe auch *Ehlers*, WM 2017, 420, 420 f.; *Gerding*, BKR 2017, 441, 441 f.

(EU) Nr. 600/2014 nicht vollständig losgelöst hiervon zu betrachten ist. Es bildet daher den Ausgangs- und in Teilen auch den Fixpunkt für die Untersuchung.

Produktinterventionen zur Begegnung erheblicher Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes sind auch durch EBA³⁸, ESMA³⁹ und EIOPA⁴⁰ möglich⁴¹. Diese Befugnisse sind im Gegensatz zu dem nationalen Produktinterventionsrecht der BaFin aus Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 nur vorübergehend (grundsätzlich drei Monate⁴²) und nur dann anwendbar, wenn mindestens eine zuständige Behörde keine Maßnahmen ergriffen hat, um der Bedrohung zu begegnen, oder die ergriffenen Maßnahmen der Bedrohung nicht gerecht werden⁴³. Es besteht damit formelle Subsidiarität im Verhältnis zu den entsprechenden Befugnissen der nationalen Behörden⁴⁴. Zudem dürfen die regulatorischen Anforderungen nach dem Unionsrecht die Gefahr nicht abwenden⁴⁵.

Das nationale Produktinterventionsrecht aus Art. 42 VO (EU) Nr. 600/2014 steht vor diesen entstehungsgeschichtlichen und systematischen Hintergründen im Mittelpunkt des Untersuchungsinteresses⁴⁶, da nur hierauf gestützte Maßnahmen dauerhaft erlassen werden können und die Befugnisse der ESAs jedenfalls bei restriktiver Auslegung voraussetzen, dass auf Legislativebene keine Regelungen zur Adressierung der Gefahr bestehen⁴⁷ und behördliche Maßnahmen entweder ebenfalls nicht existieren oder sich als unzureichend herausgestellt haben⁴⁸. Die entsprechenden europäischen Rechtsakte sind in Bezug zu

³⁸ Art. 41 VO (EU) Nr. 600/2014.

³⁹ Art. 40 VO (EU) Nr. 600/2014.

⁴⁰ Art. 15, 16 Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP). Art. 17 VO (EU) Nr. 1286/2014 enthält zudem ein Produktinterventionsrecht der nationalen Behörden für Versicherungsanlageprodukte.

⁴¹ Zur Entwicklungsgeschichte *Klingenbrunn*, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 258 ff.

⁴² Art. 40 Abs. 6, Art. 41 Abs. 6 VO (EU) Nr. 600/2014, Art. 16 Abs. 6 VO (EU) Nr. 1286/2014.

⁴³ Art. 40, 41 Abs. 2 lit. c) VO (EU) Nr. 600/2014, Art. 16 Abs. 2 lit. c) VO (EU) Nr. 1286/2014; dazu ausführlich § 3, B. I. 3.

⁴⁴ *Cahn/Müchler*, BKR 2013, 45, 50; *Klingenbrunn*, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 258; *Schäfer*, in: FS-Schwintowski, 2017, 345, 349.

⁴⁵ Art. 40, 41 Abs. 2 lit. b) VO (EU) Nr. 600/2014, Art. 16 Abs. 2 lit. b) VO (EU) Nr. 1286/2014; dazu ausführlich § 3, B. I. 3.

⁴⁶ Auszuklammern ist die Spezialbefugnis der nationalen Behörden zu Produktinterventionen für Versicherungsanlageprodukte gemäß Art. 17 VO (EU) Nr. 1286/2014.

⁴⁷ So zutreffend *Klingenbrunn*, WM 2015, 316, 319 f.; *ders.*, Finanzmarktstabilität, 2018, S. 264 f.

⁴⁸ Hierzu im Einzelnen § 3, B. I. 3. b).

setzen, soweit sich mit Blick auf das Untersuchungsziel wesentliche Unterschiede ergeben.

C. Ziel und Gang der Untersuchung

Das Instrument „Produktintervention“ soll unter Zugrundelegung des soeben definierten Untersuchungsgegenstandes und anhand der oben formulierten Ausgangsfragestellung umfassend analysiert werden. Das Ziel besteht darin, die Produktintervention im Regelungsgefüge des Anlegerschutzrechts zu verorten und die Eignung dieses Regelungsansatzes für den Anlegerschutz zu bewerten. Der Fokus liegt dabei auf den durch Produktinterventionsbefugnisse angestoßenen Translokationen und deren Bedeutung für den Bestand und die Fortentwicklung des bestehenden Anlegerschutzsystems⁴⁹.

Die Untersuchung erfolgt in fünf Schritten. Im Anschluss an das einleitende Kapitel sind zunächst die Grundlagen des bestehenden Anlegerschutzsystems herauszuarbeiten, welche den Kontext für die nachfolgende Einordnung der Produktintervention liefern (§ 2). Die jüngeren Regulierungsbemühungen im Bereich des Anlegerschutzrechts sind in Teilen von den Erkenntnissen verhaltensökonomischer Forschung geprägt. Es ist deshalb nötig, im Rahmen der Grundlegung hierauf in angemessener Weise einzugehen, um den Regelungshintergrund der Produktintervention im rechten Lichte betrachten zu können.

Für die Zwecke der systematischen Verortung der Produktintervention im Gefüge des Anlegerschutzrechts wird anschließend der Begriff des Produktverbots definiert, Erscheinungsformen dargestellt und eine Abgleichung der Produktintervention mit den auf diese Weise abstrahierten Parametern vorgenommen (§ 3). Als Synthese dieser Erwägungen wird das Anlegerleitbild herausgearbeitet, das Produktinterventionen Pate steht, und die Anschlussfrage behandelt, ob und inwiefern ein Anlegerschutzmodell, das sowohl auf das Informationsmodell als auch auf Produktverbote setzt, in sich widersprüchlich ist.

Im Folgenden ist die Legitimationsfrage in den Blick zu nehmen (§ 4). Produktinterventionen greifen in die grundgesetzlich garantierte Vertragsabschlussfreiheit sowohl auf Anleger- als auch der Anbieterseite ein. Sie sind damit aus verfassungsrechtlicher Perspektive rechtfertigungsbedürftig. Neben diesem Gesichtspunkt stellt sich die Legitimationsfrage auch aus regulierungstheoretischer Sicht, da die durch Produktinterventionen verursachten wohl-

⁴⁹ Siehe zu Teilaspekten bereits *Klingenbrunn* WM 2015, 316, 320 ff.; *Buck-Heeb*, BKR 2017, 89, 93 ff.; *Gläßner*, Die Beschränkung des Vertriebs von Finanzprodukten, 2017, S. 293 ff., 347 ff.; *Patz*, Staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente, 2016, S. 123 ff., 384 f.; *Seitz*, WM 2017, 1883, 1887 ff.

fahrtsökonomischen Kosten deren Implementation möglicherweise entgegenstehen. Deshalb werden auch potenzielle Folgewirkungen von Produktinterventionsmaßnahmen in den Blick genommen, um deren Regelungseffizienz im Vergleich mit dem Informationsmodell beurteilen zu können.

Der anschließende Teil (§ 5) befasst sich mit Folgefragen, die der aufsichtsrechtliche Charakter der Produktintervention hervorruft: Anleger, die das fragliche Produkt bereits erworben haben, werden von einer danach erlassenen Interventionsverfügung nicht mehr erfasst, weshalb insoweit Schutzlücken bestehen. Andererseits werden nicht schutzbedürftige Anleger von der Verfügung umfasst, sofern die BaFin den Kreis der Schutzadressaten zu weit bestimmt. Es sind hier Ansätze zu diskutieren, wie diesen – letztlich systemimmanenten – Schwierigkeiten begegnet werden kann.

Die Eignung von Regulierungsbemühungen zugunsten des Anlegerschutzes bemisst sich nicht zuletzt an den hierdurch geschaffenen subjektiven Schutzpositionen für einzelne Anleger. Im Vordergrund stehen im letzten Teil (§ 6) dementsprechend die Auswirkungen konkreter Interventionsmaßnahmen auf den individuellen Anlegerschutz in Form von zivilrechtlichen Haftungsgrundlagen. Zudem sind verwaltungsrechtliche Rechtsschutzmöglichkeiten in den Blick zu nehmen.

Die Untersuchung schließt mit einer Schlussbetrachtung (§ 7) und einer thesenartigen Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse (§ 8).

Stichwortverzeichnis

- Adam Smith 41
- Allokationseffizienz 13, 30
- Altersvorsorge 21
- Amos Tversky 33, 40
- Amtshaftung 152
- Ankereffekt 40
- Anlageberatung 28, 141
- Anlageentscheidung 19, 125
 - Informationsrisiko 22
 - Konditionenrisiko 22
 - Risikogleichgewicht 21
 - Risikokongruenz 20, 37
 - Risikoprofil 20
 - Substanzerhaltungsrisko 21
- Anlegergleichbehandlung 98
- Anlegerkategorisierung 128
- Anlegerleitbild 81, 88
- Anlegerschutz 12
- Anlegertypisierung 128

- BaFin 6, 125
- Behavioral Law & Economics 33, 117
- Besitztumseffekt 40
- Binäre Option 88
- Blue-Sky-Laws 27
- Bonitätsanleihe 23, 86, 107
- Bounded rationality 34
- Bounded self-interest 41
- Bounded willpower 41

- Cass R. Sunstein 84
- Cheapest cost avoider 13
- Contracts for Difference 60, 86–87

- Daniel Kahneman 33, 40
- Default regulatory approval 123
- Differenzeinwand 52
- Dispositionseffekt 40

- EBA 7, 68
- EIOPA 7
- ESA 6, 68
- ESMA 7, 68, 71
- Expektanz 19

- Finanzkrise 3
- Finanzprodukt 1, 19, 47
 - Expektanz 19
 - Fundamentalwert 24, 30
 - Risikostruktur 20
 - Vertrauensgut 19
- Framing-Anomalie 39
- Fundamentalwert 24, 30
- Funktionenschutz 12

- Herbert A. Simon 33
- Herdentrieb 40
- Heuristiken 35
- Home bias 37
- Homo oeconomicus 29
- Hyperbolisches Diskontieren 41

- Information Overload 34
- Informationsasymmetrie 26
- Informationsmodell 1, 26
- Informationsrisiko 22
- Informationsvernichtungseffekt 24
- Inhaltskontrolle 106

- Johann Gottfried Frey 116

- Kapitalmarkteffizienzhypothese 29, 38
- Kassainstrument 23
- Kleinanleger 16
- Kleinanlegerschutzgesetz 4, 6

- Last-mile-Problematik 36

- Leerverkaufsverbot 50
 Lerneffekte 114
 Leverage-Effekt 88
 Loss aversion 40
 Louis D. Brandeis 1, 27, 165
- Merit regulation 27
 MiFID II 3
 MiFIR 3, 4, 6
- Nachschusspflicht 22, 54
 Nudging 85
- Opting-out 132
 Oren Bar-Gill 117
- Paternalismus 81, 115
 Priming-Effekt 39
 Privatautonomie 97, 99, 105
 Privatkunde 17, 129, 131
 Produktintervention 6, 58, 61
 – Amtshaftung 152
 – Rechtsschutz 153–154
 – Schutzgesetz 148
 – Subsidiaritätsprinzip 67
 – Vermutungswirkung 146
 – Vertragsnichtigkeit 138
 Produktrückruf 127
 Produktverbot 47, 122
 PROKON 3, 37, 42, 55
- Random walk 30, 38
 Referenzpunktabhängigkeit 40
 Repräsentativitätsheuristik 38
 Richard H. Thaler 33, 84
 Risikogleichgewicht 21
 Risikokongruenz 20, 37
 Risikoprofil 20
- Schutzgesetz 149, 150
 Selbstüberschätzung 39
 Selektion 35
- Spezial-AIF 54
 Status quo bias 41
 Subsidiaritätsprinzip 67, 92
 Substanzerhaltungsrisiko 21
- Termingeschäftsfähigkeit 51
- Überinklusion 128
 Ultimatum-Spiel 42
- Verbraucher 18, 132
 Verbraucherschutz 14
 Verfügbarkeitsheuristik 36
 Verhaltensökonomik 32, 34
 – Ankereffekt 40
 – Besitztumsseffekt 40
 – Bounded rationality 34
 – Bounded self-interest 41
 – Bounded willpower 41
 – Dispositionseffekt 40
 – Framing-Anomalie 39
 – Herdentrieb 40
 – Heuristiken 35
 – Home bias 37
 – Hyperbolisches Diskontieren 41
 – Information Overload 34
 – Last-mile-Problematik 36
 – Loss aversion 40
 – Nudging 85
 – Privatautonomie 105
 – Referenzpunktabhängigkeit 40
 – Repräsentativitätsheuristik 38
 – Selbstüberschätzung 39
 – Selektion 35
 – Status quo bias 41
 – Ultimatum-Spiel 42
 – Verfügbarkeitsheuristik 36
 – Priming-Effekt 39
 Vermutungswirkung 146
 Vertragsnichtigkeit 138
 Vertrauensgut 19