

Kerstin Peters

# Die BGH-Rechtsprechung zur Anlageberatung im Lichte der Behavioral-Finance-Forschung



**Nomos**

**C. H. Beck**



**Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften  
des Instituts für Bankrecht Köln**

Herausgegeben von  
Professor Dr. Norbert Horn, Universität zu Köln  
Professor Dr. Klaus Peter Berger, Universität zu Köln

**Band 40**

Kerstin Peters

# Die BGH-Rechtsprechung zur Anlageberatung im Lichte der Behavioral-Finance-Forschung



**Nomos**

**C. H. Beck**



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

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6217-0 (Print)

ISBN 978-3-7489-0333-8 (ePDF)

Die Schriftenreihe ist bis Band 21 beim Verlag C. H. Beck, München, erschienen.

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Die vorliegende Untersuchung wurde in den Jahren 2015 bis 2018 erarbeitet und von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln im Wintersemester 2018/2019 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Neuerscheinungen in der Literatur konnten noch bis Mitte August 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Klaus Peter Berger, LL.M., nicht zuletzt für seine Bereitschaft, sich auf einen interdisziplinären Ansatz und die Erkenntnisse der Behavioral-Finance-Forschung einzulassen. Danken möchte ich außerdem Herrn Dipl.-Kfm. Prof. Dr. iur. Christoph Thole für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern dieser Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit. Außerdem gebührt dem Verein zur Förderung des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln e.V. sowie der Klemens-Pleyer-Stiftung großer Dank für die Übernahme der Druckkosten. Zuletzt danke ich meiner Familie für ihre Unterstützung von der Themenfindung bis zur Veröffentlichung. Meiner Familie widme ich diese Arbeit.

August 2019

Kerstin Peters



## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	21
A. Die Bond-Rechtsprechung des BGH zur Anlageberatung auf dem Prüfstand	21
B. Behavioral Finance: Irrationale Verhaltensweisen der Anleger als Herausforderung	23
C. Gang der Darstellung	26
§ 1 Rechtliche Einordnung der Bond-Rechtsprechung des BGH	28
A. Das Informationsmodell als Anlegerschutzkonzept	28
I. Informationsdefizite als Hindernis privatautonomer Entscheidungen	29
II. Schutz durch Informationspflichten	31
III. Grenzen des Informationsmodells	33
B. Die Bond-Rechtsprechung als Ausdruck des Informationsmodells	34
I. Definition der Anlageberatung durch die Rechtsprechung	35
II. Der Anlageberatungsvertrag als Rechtsgrundlage	36
1. Vertragsschluss	36
2. Kritik und alternative Rechtsgrundlage der Literatur	37
a) Ablehnung des konkludenten Vertragsschlusses	38
b) Das vorvertragliche Schuldverhältnis als Rechtsgrundlage	39
c) Stellungnahme	40
III. Pflichten der Anlageberater	42
1. Pflicht zur anlegergerechten Beratung	42
2. Pflicht zur objektgerechten Beratung	44
3. Pflicht zur Offenlegung eigener Verdiensteressen	46
IV. Der Schadensersatzanspruch bei Pflichtverletzung	48
V. Schutzzweck der Pflichten	50
VI. Zwischenergebnis	52

*Inhaltsverzeichnis*

C. Der Einfluss aufsichtsrechtlicher Beratungspflichten	53
I. Aufsichtsrechtliche Definition der Anlageberatung	54
II. Aufsichtsrechtliche Pflichten der Anlageberater	54
1. Geeignetheitsprüfung	56
2. Informationspflichten	56
3. Behandlung von Zuwendungen	57
4. Besondere Pflichten bei der Unabhängigen Honorar-Anlageberatung	58
5. Schutzzweck der Pflichten	59
III. Zivilrechtliche Relevanz der aufsichtsrechtlichen Pflichten	61
1. Unmittelbare zivilrechtliche Geltung	61
2. Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht	62
3. Stellungnahme	64
D. Definition der Anlageberatung für diese Untersuchung	66
E. Zusammenfassung: Förderung einer eigenverantwortlichen Anlageentscheidung durch die Bond-Rechtsprechung	67
§ 2 Erkenntnisse der Behavioral Finance mit Relevanz für die Anlageberatung	69
A. Entwicklung und Einordnung der Behavioral-Finance-Forschung	69
B. Grundlegende Erkenntnis: Systematische Abweichungen vom Verhaltensmodell des homo oeconomicus	71
I. Das Modell des homo oeconomicus	72
II. Abweichungen durch irrationale Verhaltensweisen	74
1. Heuristiken	74
2. Einfluss psychologischer Grundbedürfnisse	75
a) Kontrollbedürfnis	76
b) Streben nach Dissonanzfreiheit	76
3. Die Neue Erwartungstheorie (Prospect Theory)	77
III. Systematisches Auftreten der Irrationalitäten	78
C. Einzelne Erkenntnisse mit Relevanz für das Anlegerverhalten in der Beratungssituation	79
I. Informationsaufnahme, -verarbeitung und Beurteilung der Anlage	79
1. Informationsüberlastung	80
2. Beeinflussung durch Art und Weise der Informationsdarstellung	82



3. Selektive Wahrnehmung und Affektheuristik	83
4. Verfügbarkeitsheuristik	84
5. Repräsentativitätsheuristik	85
6. Ankereffekt	87
II. Erwartungsbildung und Entscheidungsfindung	88
1. Selbstüberschätzung und Überoptimismus	88
2. Selektives Entscheiden	90
3. Reueaversion	90
4. Mentale Buchführung	91
5. Bedeutung der Neuen Erwartungstheorie	93
D. Gefahren für die Anlageberatung	95
I. Verzerrte Festlegung der Anlageziele	95
II. Begrenzte Fähigkeit zur kritischen Überprüfung empfohlener Anlagen	97
III. Erwerb einer unpassenden Anlage auf Grundlage der Empfehlung	100
E. Zusammenfassung: Behavioral Finance als Hinweis auf Erwerb unpassender Anlagen trotz Beratung	101
§ 3 Eignung der Behavioral Finance zur Berücksichtigung im Rahmen der Bond-Rechtsprechung	103
A. Grundsätzliche Eignung zur rechtlichen Berücksichtigung	103
I. Empirische Absicherung	103
II. Verallgemeinerungsfähigkeit	104
III. Theorie und normatives Konzept hinter den Erkenntnissen	105
IV. Ausgleich durch Lerneffekte und den Markt	107
V. Irrationales Verhalten in Gesetzgebung und Rechtsprechung	109
VI. Verfeinerung des Anlegerleitbildes	110
B. Art und Weise der rechtlichen Berücksichtigung	112
I. Produktverbote und -beschränkungen	112
II. Libertärer Paternalismus nach <i>Sunstein</i> und <i>Thaler</i>	114
1. Das Konzept des libertären Paternalismus	115
2. Anwendung des Konzeptes auf die Anlageberatungspflichten	117
3. Beurteilung mit Blick auf das Schutzkonzept der Bond- Rechtsprechung	118

*Inhaltsverzeichnis*

III. Förderung rationaler Entscheidungen durch das Recht	120
1. Der Ansatz der Förderung rationaler Entscheidungen	120
2. Anwendung des Ansatzes auf die Anlageberatungspflichten	121
3. Beurteilung mit Blick auf das Schutzkonzept der Bond-Rechtsprechung	122
C. Zusammenfassung: Verfeinerung des Anlegerleitbildes und Förderung rationaler Anlageentscheidungen	125
§ 4 Behavioral-Finance-Analyse der Bond-Rechtsprechung	127
A. Schutzkonzept der Bond-Rechtsprechung und Behavioral-Finance-Risiken	127
B. Die Pflicht zur anlegergerechten Beratung	128
I. Funktion der Pflicht zur anlegergerechten Beratung und Behavioral-Finance-Risiken	129
II. Ermittlung der Anlageziele	130
1. Bedeutung der Behavioral Finance	130
2. Grundsatz der eigenverantwortlichen Bestimmung der Anlageziele	131
3. Art und Weise der Ermittlung der Anlageziele	132
a) Verwendung standardisierter Fragebögen	133
b) Ermittlung einer konkreten Verlustobergrenze	135
c) Auslegung von Anlagestrategien und Verwendung werbewirksamer Bezeichnungen	136
4. Umgang mit widersprüchlichen Angaben der Anleger	138
a) Anforderungen der Rechtsprechung	139
b) Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	140
5. Zusammenfassende Bewertung	142
III. Ermittlung und Berücksichtigung der Kenntnisse und Erfahrungen	143
1. Bedeutung der Behavioral Finance	144
2. Ermittlung der Kenntnisse und Erfahrungen	145
3. Rückschluss auf Risikoverständnis der Anleger	147
4. Berücksichtigung unzureichender Kenntnisse und Erfahrungen	148
a) Anforderungen der Rechtsprechung	148
b) Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	150

5. Zusammenfassende Bewertung	152
IV. Ermittlung und Berücksichtigung der finanziellen Verhältnisse	153
1. Bedeutung der Behavioral Finance	153
2. Anerkennung der finanziellen Verhältnisse als Kriterium der anlegergerechten Beratung	154
3. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	156
a) Rechtsprechung des BGH	156
b) Ansatz der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung	157
4. Zusammenfassende Bewertung	159
V. Auswahl und Empfehlung einer geeigneten Anlage	160
1. Bedeutung der Behavioral Finance	160
2. Bewertung und Auswahl der zu empfehlenden Anlage	161
a) Anforderungen an die Bewertung der Anlagen	162
b) Anforderungen an die Auswahl der Anlagen	163
3. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	164
4. Zusammenfassende Bewertung	167
VI. Zwischenergebnis	168
C. Die Pflicht zur objektgerechten Beratung	170
I. Funktion der Pflicht zur objektgerechten Beratung und Behavioral-Finance-Risiken	171
II. Umfang der Pflicht zur objektgerechten Beratung	172
1. Bedeutung der Behavioral Finance	173
2. Grundsatz der Aufklärung über wesentliche Risiken	173
3. Aufklärungsbedürfnis der Anleger	174
4. Konkretisierung des Aufklärungsumfangs im Einzelfall	175
a) Spezielle Risiken der Anlage	176
aa) Schuldverschreibungen	176
bb) Aktien	178
cc) Fondsanteile	178
dd) Swap-Verträge	180
b) Allgemeine Risiken	181
5. Beurteilung des Aufklärungsumfangs aus Behavioral-Finance-Sicht	182
6. Zusammenfassende Bewertung	185
III. Art und Weise der Aufklärung	187
1. Bedeutung der Behavioral Finance	187

*Inhaltsverzeichnis*

2. Aufklärung durch Übergabe des Wertpapierprospekts	188
a) Anforderungen der Rechtsprechung	189
b) Bewertung aus Behavioral-Finance-Sicht	190
3. Aufklärung mittels allgemeinen schriftlichen Informationsmaterials (Basisinformationen)	192
4. Aufklärung bei gewerblicher Vermittlung von Termingeschäften	193
a) Zwingend schriftliche Aufklärung	194
b) Verständliche Risikodarstellung in schriftlichem Informationsmaterial	195
5. Besondere Anforderungen aus der Swap-Rechtsprechung des BGH	198
a) Darstellung des Risikos als real und ruinös	198
b) Herbeiführung eines Verständniserfolgs	199
6. Zusammenfassende Bewertung	201
IV. Zwischenergebnis	203
D. Die Pflicht zur Offenlegung der Verdienstinteressen der Berater	204
I. Funktion der Offenlegungspflicht und Behavioral-Finance-Risiken	206
II. Ausgestaltung der Offenlegungspflicht durch die Rechtsprechung	207
1. Umfang der Offenlegungspflicht im Dreipersonenverhältnis	207
2. Umfang der Offenlegungspflicht im Zweipersonenverhältnis	209
3. Art und Weise der Offenlegung	210
III. Beurteilung der Rechtsprechung aus Behavioral-Finance-Sicht	211
IV. Zwischenergebnis	215
E. Stellenwert der einzelnen Pflichten im Konzept der Bond-Rechtsprechung	216
F. Eignung des Informationsmodells als Anlegerschutzkonzept	219
G. Zusammenfassung: Unzureichende Orientierung der Bond-Rechtsprechung am tatsächlichen Anlegerverhalten	221

§ 5 Verbesserungsvorschläge auf Grundlage der Behavioral-Finance-Analyse	224
A. Anpassung der Pflicht zur anlegergerechten Beratung	224
I. Ermittlung der Anlageziele	225
1. Verwendung standardisierter Fragebögen und Anlegertests	226
2. Verbot werbewirksamer Bezeichnungen und Erläuterungspflicht	227
3. Ermittlung einer konkreten Verlustobergrenze	228
4. Hinweispflicht bei widersprüchlichen Angaben	229
II. Ermittlung und Berücksichtigung der Kenntnisse und Erfahrungen	231
1. Ermittlung der Kenntnisse, Erfahrungen und des Risikoverständnisses	231
2. Berücksichtigung unzureichender Kenntnisse und Erfahrungen	233
a) Hinweispflicht	233
b) Empfehlungsverbot	233
III. Ermittlung und Berücksichtigung der finanziellen Verhältnisse	236
1. Ermittlung der finanziellen Verhältnisse und Hinweispflicht	237
2. Empfehlungsverbot bei Widersprüchen	239
IV. Auswahl und Empfehlung einer geeigneten Anlage	241
1. Schutz vor Missbrauch des Beurteilungsspielraums	242
2. Hinweis auf portfolioorientierte Beratung	243
V. Verbleibende Risiken	244
VI. Zwischenergebnis	244
B. Anpassung der Pflicht zur objektgerechten Beratung	247
I. Kürzung des Aufklärungsumfangs	247
1. Begrenzung durch die individuelle Informationsaufnahmefähigkeit	248
2. Erhöhung der Anforderungen an die Wesentlichkeit eines Risikos	249
II. Inhaltliche Anpassung der Aufklärungspflicht	252
1. Punktuelle Erweiterung um Risiken aus irrationalem Verhalten	252
2. Pflicht zur allgemeinen Aufklärung über die Erkenntnisse der Behavioral Finance	254

*Inhaltsverzeichnis*

III. Art und Weise der Aufklärung	255
1. Verständlichkeit der Aufklärung	255
2. Übernahme der Vorgaben für gewerbliche Vermittler von Termingeschäften	257
3. Übergabe des Wertpapierprospekts und allgemeiner Basisinformationen	259
IV. Verbleibende Risiken	260
V. Zwischenergebnis	261
C. Anpassung der Pflicht zur Offenlegung der Verdienstinteressen der Berater	263
I. Offenlegung als Hinweis auf Interessenkonflikte der Berater	263
II. Offenlegung zur Vermeidung von Fehlvorstellungen über Werthaltigkeit und Rentabilität der Anlage	266
III. Zwischenergebnis	267
D. Verbesserte Schwerpunktsetzung der Rechtsprechung und Anpassung des Informationsmodells	268
E. Umsetzung der Verbesserungsvorschläge	271
F. Ausblick auf weitere Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes	275
G. Zusammenfassung: Beibehaltung und Anpassung des Schutzkonzepts der Bond-Rechtsprechung	278
Fazit	281
Literaturverzeichnis	289