

Grundlinien der Entwicklung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht

Rüdiger Wilhelmi, Konstanz

I. Einleitung

Im Rahmen des Oberthemas unserer Tagung „Globalisierung und kulturelle Gegensätze im gegenwärtigen Rechtsstaat“ beschäftigt sich mein Vortrag mit der Entwicklung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht.

Das Kapitalmarktrecht ist ein relativ neues Rechtsgebiet. Sein Entstehen und seine Entwicklung in Deutschland und Europa sind eng mit der zunehmenden Globalisierung verknüpft.

Dies zeigt sich im deutschen Recht etwa an den vier Finanzmarktförderungsgesetzen, die wesentliche Schritte im Entstehungsprozess des deutschen Kapitalmarktrechts darstellen. So war Zielsetzung des ersten Finanzmarktförderungsgesetzes von 1990 die Stärkung des Finanzplatzes Deutschland.¹ Zielsetzung des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes von 1994, auf das das Wertpapierhandelsgesetz als zentrales Gesetz des Kapitalmarktrechts zurückgeht, war die Verbesserung der Attraktivität und internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, unter anderem durch die Erweiterung des Anlegerschutzes.² Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz von 2002 diente dazu, die Position der deutschen Börsen und ihrer Marktteilnehmer im europäischen und internationalen Wettbewerb zu stärken.³

Ähnliches gilt für das europäische Recht. So geht der Lamfalussy-Bericht von 2001, auf dem der starke Ausbau des europäischen Kapitalmarktrechts Anfang dieses Jahrtausends basierte, davon aus, dass die Kapitalmärkte in der EU nach wie vor nur etwa halb so groß seien wie diejenigen in den USA, und leitet daraus die Notwendigkeit einer intensiven Reform des europäischen Finanzmarktrechts und des Rechtsetzungsverfahrens dafür ab.⁴ Auch die jüngste Initiative der Europäischen Kommission im Kapitalmarktrecht, ihr Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion, geht davon aus, dass Handlungsbedarf besteht, weil die europäischen Aktienmärkte nicht einmal

¹ Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drs. 11/5411, S. 1.

² Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drs. 12/6679, S. 1.

³ Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drs. 14/8017, S. 1.

⁴ Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte v. 15. 2. 2001, S. 15 f. (abgerufen am 15. 3. 2017 unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf).

die Hälfte und die europäischen Anleihemärkte nicht einmal ein Drittel der US-amerikanischen Größenordnung erreichen.⁵

Zugleich zeigen sich im Kapitalmarktrecht auch erhebliche kulturelle Gegensätze. Denn ein mit dem Kapitalmarktrecht verfolgtes zentrales Ziel ist es, dass die Finanzierung der Unternehmen, die bisher vor allem über Bankkredite geschieht, verstärkt über den Kapitalmarkt erfolgt. Dies war bereits zentrales Anliegen des Segré-Bericht von 1966 aus der Frühgeschichte des europäischen Kapitalmarktrechts⁶ und gehört auch zu den Kernpunkten des Aktionsplans für eine Kapitalmarktunion.⁷ Dabei geht es inzwischen insbesondere auch darum, Anleger und vor allem Kleinanleger an den Kapitalmarkt zu bringen.⁸ Auf der Grundlage des Varieties of Capitalism-Ansatzes⁹ entspricht dies einer Bewegung von einer koordinierten Marktwirtschaft kontinentaleuropäischer Prägung mit einer starken bankbasierten Unternehmensfinanzierung zu einer liberalen Marktwirtschaft anglo-amerikanischer Prägung mit einer Finanzierung der Unternehmen vorwiegend über den Kapitalmarkt.

Für den modernen Rechtsstaat stellt sich in diesem Zusammenhang insbesondere die Frage, welche Rolle er dabei den Anlegern und vor allem den Kleinanlegern zuweist und wie er das Verhältnis von Eigenverantwortung und Fürsorge austariert. Diese Frage ist im Kapitalmarktrecht gegenwärtig Gegenstand einer intensiven rechtsdogmatischen, aber auch rechtspolitischen Diskussion.¹⁰ Dieser Vortrag widmet sich ihr aus einer historischen Perspektive, indem er die Grundlinien der Entwicklung des Anlegerschutzes nachzeichnet.

Dabei konzentriert sich der folgende Vortrag auf vier zentrale Ansatzpunkte des Anlegerschutzes: den Schutz des angelegten Geldes, insbesondere um eine Zweckentfremdung zu vermeiden; die Information der Anleger durch Offenlegungs- und Beratungspflichten, um eine eigenverantwortliche Entscheidung der Anleger zu ermöglichen; Vertriebs- und Produktbeschränkungen und -verbote, um die Anlage in ungeeignete Produkte zu verhindern; sowie Verbote direkter Schädigung. Demgegenüber dienen zwar in einem weiteren Sinne auch der Schutz der Infrastruktur des Kapitalmarkts und der Schutz der Systemstabilität dem Anlegerschutz. Ihnen kann aber hier nicht weiter nachgegangen werden, zumal dort andere Schutzzwecke im Vordergrund stehen.

⁵ Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final (30.09.2015), S. 3.

⁶ EWG-Kommission (Hrsg.), Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, 1966, S. 15 u. 39 ff.

⁷ Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final (30.09.2015), S. 3 u. 9 ff.

⁸ Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final (30.09.2015), S. 5 f. u. 20 ff.

⁹ *Hall/Soskice*, An Introduction to Varieties of Capitalism, in: dies. (Hrsg.), Varieties of Capitalism, Oxford, 2001, S. 1, passim.

¹⁰ Vgl. etwa *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 55 ff.; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 435 ff.; *Mülb- bert*, ZHR 177 (2013), 160 ff.; *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310 ff.; *Langenbucher*, ZHR 177 (2013), 679 ff.; *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134 ff.; *Casper*, ZBB 2015, 265 ff.

Unter dem Kapitalmarkt wird dabei der Handel mit Finanzinstrumenten verstanden. Finanzinstrumente sind insbesondere Wertpapiere, wie Aktien und Inhaberschuldverschreibungen; Anteile an Investmentvermögen; Derivate; Geldmarktinstrumente; und sonstige Vermögensanlagen. Der Kapitalmarkt dient einerseits der Finanzierung vor allem von Unternehmen, aber auch der öffentlichen Hand und andererseits der Anlage von Geldern. Er ist Teil des Finanzmarkts, der auch den Kreditmarkt umfasst, also die Gewährung von Bankkrediten. Das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken ist damit zwar Teil des Finanzmarkts, nicht aber des Kapitalmarkts, so dass der Anlegerschutz im Verhältnis zu Banken nicht Gegenstand dieses Vortrags ist.

Der Vortrag wird sich im Folgenden zunächst den Anfängen des Kapitalmarkts und der Entstehung des modernen Aktien- und Kapitalmarktrechts widmen, um die Kontinuitäten zum später entstandenen Kapitalmarktrecht herausarbeiten zu können. Sodann beschäftigt er sich mit der Entstehung und Weiterentwicklung des Kapitalmarktrechts, wobei weniger die Chronologie als die Sachzusammenhänge im Vordergrund stehen. Im Fazit werden sodann die Entwicklungslinien hinsichtlich der Rechtstatsachen, der Regelungen und der Bedeutung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht herausgearbeitet.

II. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts

Das Kapitalmarktrecht als solches ist relativ jung, findet jedoch Vorläufer im Bereich des Bank- und Börsenrechts und des Gesellschaftsrechts. In Deutschland ist es Ende der achtziger, Anfang der neunziger Jahre des zwanzigsten Jahrhunderts entstanden: 1990 wurde mit dem Verkaufsprospektgesetz die Emissionsprospektrichtlinie von 1989 umgesetzt; 1993 hat der BGH in dem Bond-Urteil die Pflicht von Banken und Anlageberatern zu anleger- und objektgerechter Beratung von Anlegern mit entsprechender Haftung entwickelt; 1994 wurden mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz,¹¹ das insbesondere das Wertpapierhandelsgesetz enthielt, die Insiderrichtlinie von 1989 und die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 umgesetzt. In anderen Ländern ist das Kapitalmarktrecht älter. So hat in den USA die Entwicklung des Kapitalmarktrechts nach der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren mit dem Securities Act von 1933 und dem Securities Exchange Act von 1934 eingesetzt.

1. Anfänge des Kapitalmarkts

Obwohl die Beteiligung an Gesellschaften, die Hingabe von Darlehen und auch schon Derivate bereits aus dem Altertum bekannt sind, lässt sich jedoch lange nicht von einem Kapitalmarkt sprechen, da ein nennenswerter Handel mit diesen Instrumenten noch nicht stattfindet. Die Anfänge des Kapitalmarkts und seiner rechtlichen Regelung wird daher in dem Beginn des Börsenverkehrs in Süd- und Westeuropa im Mittelalter gesehen.

¹¹ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26. Juli 1994 (BGBl. I S. 1749).

a) Mittelalter

Dabei war die Börse ursprünglich der Ort, an dem Kaufleute zusammenkommen, um Handel zu treiben, wobei dieser zunächst vor allem Waren umfasst und von den heutigen Finanzmarktprodukten nur die Wechsel umfasste.¹² Gesicherte Kenntnisse über die damaligen Handelspraktiken und einen eventuellen Anlegerschutz liegen bisher nicht vor.¹³ Gegen einen nennenswerten Anlegerschutz könnte sprechen, dass an den Börsen nur Kaufleute handelten, die sich selbst schützen konnten.

b) 16. bis 18. Jahrhundert

Einen ersten Schritt hin zum heutigen Kapitalmarkt machten die Börsen im 16. Jahrhundert zunächst mit der Aufnahme des Handels mit Staatspapieren¹⁴ und dann mit Gesellschaftsanteilen,¹⁵ insbesondere der britisch-ostindischen Handelskompagnie von 1599 und der niederländisch-ostindischen Handelskompagnie von 1602.¹⁶ Dabei wurde bereits Anfang des 17. Jahrhunderts von den niederländischen Generalstaaten der Versuch unternommen, per Edikt Baisse-Spekulation an der Börse in Amsterdam durch ein Verbot des Terminhandels einzudämmen.¹⁷ Ein Jahrhundert später reagierte der französische Staat auf den sogenannten Mississippi-Schwindel ebenfalls mit einem Verbot des Terminhandels,¹⁸ ebenso der englische Staat nach der Spekulationswelle an der Londoner Börse im Rahmen des sog. South Sea Bubble.¹⁹ Diese Maßnahmen waren die ersten, die auf den Anlegerschutz zielten, und erfolgten in der Form von Verboten. Die damaligen Maklerordnungen dienten demgegenüber vor allem der Regelung der Börse und weniger dem Schutz der Kaufleute, so dass der Anlegerschutz allenfalls ein mittelbares Regelungsziel darstellte.²⁰ Demgemäß lässt sich zunächst festhalten, dass der Anlegerschutz bis zum Ende des 18. Jahrhunderts allenfalls punktuell existierte und häufig ganz fehlte.²¹ Im deutschen Börsen- und Effektenhandel kam es in dieser Zeit aufgrund des nur geringen Handelsvolumens offenbar nicht zu nennenswerten Spekulationen und Missbräuchen.²²

¹² Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (22 ff.); Oechsler in Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 150 (155).

¹³ Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 220 mit Verweis auf Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, 1883, S. 3.

¹⁴ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (29, 33); Oechsler in Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 150 (155).

¹⁵ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (29 f.); Oechsler in Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 150 (155 f.).

¹⁶ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (29 f.); Windbichler, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 26.

¹⁷ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (30).

¹⁸ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (31 f.).

¹⁹ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (33).

²⁰ Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 220 mit Verweis auf Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 17 f.

²¹ So Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 246 ff. mit Verweis auf Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 27 f.

²² Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 257 f.

c) 19. Jahrhundert

Mitte des 19. Jahrhunderts trat neben den Handel mit Staatsanleihen der Handel mit Eisenbahn- und Industrieaktien; zugleich verbreiterte sich der Markt, indem er sich nicht mehr auf Privatbankiers sowie wenige Kaufleute und Spekulanten beschränkte, sondern auch das mittlere und einfache Bürgertum sowie Handwerker umfasste.²³ Trotzdem handelte es sich wohl um eine eher kleine Schicht.²⁴ Zugleich wandelte sich das an den Börsen gehandelte Kapital von einem Handelskapital mit vor allem Gegenleistungscharakter zu einem Bank- und später auch Industriekapital mit Anlagecharakter.²⁵

Als es im Rahmen des sogenannten Eisenbahnfiebers zu zunehmender Spekulation kam, reagierte Preußen zunächst mit dem Verbot von Termingeschäften (Derivaten) mit ausländischen Effekten.²⁶ Als das Anlagekapital daraufhin noch stärker in Eisenbahnaktien floss, schränkte die preußische Regierung 1844 im Rahmen des Konzessionssystem die Platzierung neuer Aktien ein²⁷ und verbot schließlich alle Termingeschäfte in Eisenbahnpapieren, was durch die kaufmännische Praxis jedoch unterlaufen wurde.²⁸ Diese Maßnahmen hatten prima facie jedenfalls auch anlegerschützende Wirkung und die Form eines Verbots bestimmter Produkte. Sie wurden jedoch bereits 1860 mit der Begründung wieder aufgehoben, dass durch sie die wirtschaftliche Entwicklung massiv gehemmt worden sei.²⁹

2. Entstehung des modernen Aktien- und Börsenrechts

Die Vorläufer des Kapitalmarktrechts, das moderne Aktien- und Börsenrecht,³⁰ gehen auf das Ende des 19. Jahrhunderts zurück. Dabei wurde das Aktienrecht mehrfach reformiert. Zudem entstanden das Investmentrecht und das Recht der Publikumspersonengesellschaften. Demgegenüber blieb das Börsenrecht bis in die achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts weitgehend unverändert.

a) Aktiennovelle von 1884 und Börsengesetz von 1896

Zunächst wurde das Konzessionssystem, auf dem die Aktiengesetze in Deutschland beruhten, so etwa das preußische Aktiengesetz von 1843 und im Grundsatz auch das ADHGB von 1861, mit der Aktiennovelle von 1870 durch das System der Normativbestimmungen ersetzt.³¹ Dabei machte das Konzessionssystem die Gründung einer Aktiengesellschaft von einer staatli-

²³ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (48 f.).

²⁴ Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 281 ff.

²⁵ Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 251.

²⁶ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (52 f.); Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 259 f.).

²⁷ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (52 f.).

²⁸ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (53).

²⁹ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (56 f.); Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 260.

³⁰ Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 5 ff.

³¹ Windbichler, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 27; vgl. auch Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 256 f.

chen Zulassung abhängig. Demgegenüber sieht das System der Normativbestimmungen vor, dass die Gründung einer Aktiengesellschaft nur davon abhängig gemacht wird, dass sie bestimmte, gesetzlich vorgeschriebene Mindestvoraussetzungen erfüllt, und die staatliche Behörde nur die Einhaltung dieser Voraussetzungen prüft.

In der folgenden Gründerzeit kam es zu einer Vielzahl betrügerischer Gründungen, insbesondere weil es an einer wirksamen Kontrolle fehlte, ob die von den Aktionären und Gläubigern aufgebrachtten Mittel verantwortlich verwendet wurden, und folgerichtig zum Gründerkrach von 1873.³² Dabei waren erstmals größere Bevölkerungskreise von der Krise betroffen, dementsprechend kam es zu einem Vertrauensverlust gegenüber Anleihen und Aktien sowie der Börse.³³

Der Gesetzgeber reagierte zunächst mit der Aktiennovelle von 1884.³⁴ Sie verschärfte die Gründungsvorschriften durch die Einführung einer zwingenden Gründungsprüfung, führte eine zivil- und strafrechtliche Haftung der Gründer ein, erließ Bilanzierungsvorschriften und sah ein erhebliches Mindestkapital von 500.000 Mark vor, das heute etwa 9 Mio. Euro entspräche. Darin liegt vor allem eine Produktkontrolle, die das angelegte Geld vor Zweckentfremdung schützt.

Noch als Reaktion auf den Gründerkrach, aber auch auf seit 1887 auftretende Unregelmäßigkeiten im Börsenhandel und seit 1889 zu verzeichnende Verluste im Terminhandel wurde 1896 das Börsengesetz erlassen. Es sah insbesondere die Notwendigkeit einer staatlichen Genehmigung, Bestimmungen über die Kursfeststellung, die Einführung einer gesetzlichen Prospekthaftung und die Beschränkung des Terminhandels auf in das Börsenregister eingetragene Personen und Kaufleute vor.³⁵ Gleichzeitig wurde das Depotgesetz erlassen, das insbesondere die Pflicht zur getrennten Verwahrung von Wertpapieren enthielt und die Möglichkeit von Veruntreuungen und das Insolvenzrisiko verringerte.³⁶ Das BGB sah für die Ausgabe inländischer Inhaberschuldverschreibungen das Erfordernis einer staatlichen Genehmigung vor (§§ 795, 808a BGB a. F.). Mit der Börsennovelle von 1908 wurden alle Kaufleute zum Terminhandel zugelassen.³⁷ Während der Weltwirtschaftskrise wurden die Börsen 1931 bis 1932 zeitweilig geschlossen; zudem wurden Termingeschäfte mit Effekten vollständig untersagt.³⁸ Die Anleger wurden durch diese Regelungen vor allem durch die Herstellung von Transparenz geschützt. Zudem wurden mit den Termingeschäften bestimmte

³² Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (59 ff.); Windbichler, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 27; vgl. auch Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 295 ff.

³³ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (60); Gömmel in Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992, S. 134 (153 ff.).

³⁴ Windbichler, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 27.

³⁵ Vgl. Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (84 f.); Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 301 ff.

³⁶ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (83 ff.); Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 304 ff.

³⁷ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (89 f.).

³⁸ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (101).

Produkte für weite Personenkreise verboten. Daneben trat der Schutz des angelegten Geldes vor Zweckentfremdung.

b) Reform des Aktienrechts

In der Folgezeit wurde das Aktienrecht reformiert. So reagierte das Aktiengesetz von 1937 auf die nach dem ersten Weltkrieg auftretende Tendenz zu einer weitgehenden Entrechtung der Aktionäre, einer mangelhaften Kontrolle der Verwaltung und mangelnder Publizität; es schränkte daher die Mehrstimmrechte ein und führte eine klarere Abgrenzung der Organkompetenzen mit beschränkten, aber zwingenden Hauptversammlungskompetenzen sowie verschärfte Publizitätspflichten ein.³⁹

Nach dem zweiten Weltkrieg war der Wertpapiermarkt vor allem ein Bankenmarkt.⁴⁰ Erste Versuche zur Streuung des Aktienbesitzes wurden ab 1959 mit der Teilprivatisierung von Preussag, VW und VEBA unternommen; sie blieben aber ohne durchschlagenden Erfolg.⁴¹ Das Aktiengesetz von 1965 sollte dann die Aktiengesellschaft für weitere Verkehrskreise öffnen, indem der gestreute Aktienbesitz erleichtert wurde; zugleich wurden der Einfluss der Aktionäre und der Hauptversammlung gegenüber dem Management verstärkt, die Publizität und das Auskunftsrecht des Aktionärs verbessert und der Individual- und Minderheitenschutz der Aktionäre erweitert.⁴² Trotzdem floss das Anlagekapital nicht in den Aktienmarkt, sondern in Investmentvermögen und den unregulierten grauen Kapitalmarkt, insbesondere in Publikumspersonengesellschaften.⁴³ Es kam zu einer zunehmenden Verbreiterung der Produktpalette auf dem Kapitalmarkt.⁴⁴

c) Investmentrecht

Investmentvermögen (Fonds) sammeln Kapital von den Anlegern ein und investieren dies dann. Am Beginn des Investmentrechts steht das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften von 1957. Es enthielt sowohl eine Produktregulierung als auch eine Vertriebsregulierung.

Im Rahmen der Produktregulierung wurde ein Typenzwang eingeführt, indem Kapitalanlagegesellschaften die Rechtsform einer AG oder GmbH haben müssen. Allerdings entwickelte sich daneben der sogenannte graue Kapitalmarkt, der insbesondere auch den Handel mit Beteiligungen an Personengesellschaften umfasste,⁴⁵ so dass das materielle Investmentrecht nur zum Teil erfasst wurde. Zudem wurde die Trennung von Fondsverwaltung und Fondsverwahrung angeordnet, die zusammen mit dem Anleger das so-

³⁹ Vgl. *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 28 f.

⁴⁰ *Merkt* in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (108 f.).

⁴¹ *Merkt* in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (109); *Rudolph* in Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992, S. 292 (304 f.); *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 364.

⁴² *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, § 25 Rn. 31.

⁴³ *Assmann* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 9 ff.

⁴⁴ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 364 ff.

⁴⁵ *Assmann* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 11 f.

genannte Investmentdreieck bilden. Dies diene dem Schutz des angelegten Geldes vor Zweckentfremdung.

Im Rahmen der Vertriebsregulierung wurde vor allem eine Prospektpflicht eingeführt. Sie diene damit der Herstellung von Transparenz, um den Anlegern eine vernünftige und informierte eigene Entscheidung zu ermöglichen. Bei im Ausland aufgelegten, aber im Inland vertriebenen Investmentfonds war eine Produktregulierung nicht möglich, sie wurden aber mit dem Auslandsinvestmentgesetz von 1969 ebenfalls der Vertriebsregulierung unterworfen. Parallel zu dem Gesetz entwickelten sich in Deutschland die ersten Investmentgesellschaften, die aber erst ab Mitte der sechziger Jahre Bedeutung erlangten.⁴⁶

Diese Gesetze wurden zunächst durch das Investmentgesetz von 2003 abgelöst, das insbesondere eine Pflicht einführt, neben dem ausführlichen auch einen vereinfachten Verkaufsprospekt zur Verfügung zu stellen, der für den Durchschnittsanleger wesentliche Informationen in zusammengefasster und leicht verständlicher Form zu enthalten hatte (§ 42 Abs. 2 InvG) und durch die Prospekthaftung (§ 127 InvG) sanktioniert war. Dieses Gesetz wurde wiederum durch das Kapitalanlagegesetzbuch von 2013 abgelöst, das ebenfalls die Pflicht zur Erstellung einer wesentlichen Anlegerinformation (§§ 164, 268 KAGB) mit entsprechender Haftung (§ 306 KAGB) enthält.

Mit dem Investmentgesetz und dem Kapitalanlagegesetzbuch wurden die UCITS-Richtlinie von 1985 und die AIFM-Richtlinie von 2011 umgesetzt und ein sogenannter europäischer Pass eingeführt, also die gegenseitige Anerkennung zugelassener Fonds zwischen den Mitgliedstaaten der EU. Zudem wurde die Palette der erlaubten Arten von Fonds kontinuierlich erweitert. Zugleich wurde der Typenzwang verschärft, indem einerseits auch die Investition in andere Anlagen als Wertpapiere erfasst wird und andererseits nur die Auflegung als Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaft oder Investmentkommanditgesellschaft zulässig ist.

d) Publikumspersonengesellschaften

Neben dem organisierten Kapitalmarkt entwickelte sich der sogenannte graue Kapitalmarkt mit Produkten, die in Konkurrenz zu den etablierten und zunehmend regulierten Anlageformen traten.⁴⁷ Dazu gehörten insbesondere Anteile an Publikumspersonengesellschaften. Da der Gesetzgeber hier untätig blieb, entwickelte die Rechtsprechung ein Sonderrecht für diese Gesellschaften.⁴⁸ Dieses umfasst insbesondere verstärkte Kontrollrechte und eine Prospekthaftung.⁴⁹ Auch hier wurde vor allem darauf gesetzt, dass die Anleger ihre Interessen selbst wahrnehmen können.

⁴⁶ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 386 f.

⁴⁷ *Assmann* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 11 f.

⁴⁸ *Assmann* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 13 f.

⁴⁹ *Saenger*, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2015, Rn. 437 f.

e) Liberalisierung

Mitte der achtziger Jahre kam es zu einer Liberalisierung des Börsenrechts, die eine erhebliche Dynamik freisetzte,⁵⁰ die dann Anfang der neunziger Jahre in der Herausbildung des Kapitalmarktrechts als Rechtsgebiet mündete.⁵¹ Zunächst setzte das Börsenzulassungsgesetz von 1986 verschiedene EG-Richtlinien um und führte insbesondere die Pflicht zur ad-hoc-Publizität ein.⁵² Es diente damit vor allem der Herstellung von Transparenz, um den Anlegern die notwendigen Informationen für eine eigenverantwortliche Entscheidung zu verschaffen, und folgte damit dem sogenannten Informationsparadigma. Die Börsenzulassungsnovelle von 1989 ermöglichte es dann, auch Privatpersonen zum Terminhandel zuzulassen, wenn sie im Rahmen des sogenannten Informationsmodells über die Risiken des Geschäfts in geeigneter Weise aufgeklärt worden waren.⁵³ Das erste Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 schaffte dann die Börsenumsatzsteuer ab und das Gesetz zur Vereinfachung der Ausgabe von Schuldverschreibungen von 1991 hob die Genehmigungspflicht für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen auf. Diese Maßnahmen führten zu einer Erweiterung sowohl der am Kapitalmarkt handelbaren Produkte als auch der Personen, die an diesem Handel teilnehmen können. Sie hatten eine Diversifizierung des Anlageverhaltens zu Folge,⁵⁴ aber auch eine zunehmende Komplexität und Kompliziertheit der Kapitalmärkte.⁵⁵ Zugleich öffneten sie die Kapitalmärkte für weniger kompetente Personen.

3. Entstehung und Weiterentwicklung des Kapitalmarktrechts

Bis zu diesem Zeitpunkt wurden die Kapitalmärkte vor allem durch das Aktien- und Börsenrecht reguliert. Daneben bestanden mit dem Investmentrecht und dem Recht der Publikumspersonengesellschaften nur vereinzelte Regelungen. Indem nun neben das Börsenrecht auch Regelungen für andere Bereiche des Kapitalmarkts traten, begann sich nun ein Kapitalmarktrecht zu entwickeln, das über das Börsenrecht hinausging, dieses aber mitumfasste.

a) Erweiterung der Prospektpflicht und -haftung

Das Börsengesetz von 1896 hatte eine Prospektpflicht und -haftung nur für börsennotierte Wertpapiere vorgesehen, weil der historische Gesetzgeber dies angesichts der damaligen Absatzsituation für nicht börsennotierte Wertpapiere bzw. andere Vermögensanlagen nicht für notwendig hielt.⁵⁶ Mit dem entstehenden Kapitalmarktrecht wurde der Anwendungsbereich der

⁵⁰ Vgl. *Merkt*, FS Hopt, 2010, 2207 (2219 f.).

⁵¹ Vgl. *Assmann* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 4.

⁵² Vgl. *Merkt* in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (125);

⁵³ *Merkt* in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (124).

⁵⁴ Vgl. *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 351 ff., der darin eine Professionalisierung der Anleger sieht.

⁵⁵ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 360 f.

⁵⁶ *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. 2010, §§ 1-8e Rn. 2; vgl. auch Assmann, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985, S. 62.

Prospektpflicht und -haftung sukzessive auf weitere Kapitalmarktprodukte erweitert. So wurden mit dem Verkaufsprospektgesetz von 1990, das die Emissionsprospektrichtlinie von 1989 umsetzte, auch Wertpapiere erfasst, die zwar nicht an der Börse notiert waren, aber öffentlich angeboten wurden. Mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz von 2004 wurden auch nicht in Wertpapieren verbriefte, aber öffentlich angebotene Anteile erfasst. Auch hier setzte der Anlegerschutz vor allem auf das Informationsparadigma, indem den Anlegern die Informationen zur Verfügung gestellt werden sollen, die sie für eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung benötigen.

Das Wertpapierprospektgesetz, das durch das Prospektrichtlinienumsetzungsgesetz von 2005 geschaffen wurde und die Prospektrichtlinie von 2003 umsetzte, regelte dann nicht nur die Prospektpflicht und -haftung sowohl für börsennotiert als auch für nicht an der Börse zugelassene, aber öffentlich angebotene Wertpapiere. Vielmehr ordnete es auch an, dass der Prospekt eine Zusammenfassung mit Schlüsselinformationen und Warnhinweisen enthalten muss (§ 5 Abs. 2 WpPG). Ähnlich ergänzte das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz von 2011 das Wertpapierhandelsgesetz um die Pflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt für jedes empfohlene Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen (§ 31 Abs. 3a WpHG). Diese Regelungen halten zwar am Informationsparadigma fest, tragen aber dem Befund Rechnung, dass die Anleger vielfach mit der Informationsfülle der Prospekte überfordert sind (information overload), und versuchen durch eine anlegergerechtere Filterung und Präsentation der Information Abhilfe zu schaffen.

Das Vermögensanlagengesetz von 2012 und seine Verschärfung durch das Kleinanlegerschutzgesetz von 2015 erstreckten die Prospektpflicht schließlich grundsätzlich auf weitere Produkte des grauen Kapitalmarkts, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens oder an einem Treuhandvermögen gewähren oder als Namensschuldverschreibung ausgestaltet sind. Zudem enthielt es die Pflicht zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblattes (§ 13 VermAnlG). Es reagierte damit auf die Erweiterung der auf dem Kapitalmarkt gehandelten Produkte und des Anlegerkreises. Darin liegt zwar eine Verbesserung des Schutzes auch der Kleinanleger, das zugrundeliegende Konzept beruht jedoch weiterhin auf dem Informationsparadigma.⁵⁷

Ab 2018 besteht die Pflicht zur Abfassung und Bereitstellung eines Basisinformationsblatts (Art. 5 und 13 PRIIP-VO (EU) Nr. 1286/2014 mit der Haftung aus Art. 11 Abs. 1 und 2 PRIIPs-VO). An den geschilderten Grundzügen ändert sich jedoch nichts. Allerdings wird damit der Anlegerschutz stärker auf die Ebene des europäischen Rechts gehoben, wohl einschließlich einer eigenen Anspruchsgrundlage für die Haftung.

b) Aufklärungs- und Beratungspflichten

1993 statuierte das sogenannte Bond-Urteil des BGH eine Pflicht von Banken und Anlageberatern zu anleger- und objektgerechter Beratung von

⁵⁷ Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 3.

Anlegern mit entsprechender Haftung.⁵⁸ Damit führte nicht der Gesetzgeber Aufklärungs- und Beratungspflichten neben den Informationspflichten ein, sondern die Rechtsprechung. In das Regulierungsrecht wurden Aufklärungs- und Beratungspflichten mit dem Wertpapierhandelsgesetz von 1994 übernommen, das insoweit die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 umsetzte. Die Aufklärungs- und Beratungspflichten wurden in der Folgezeit durch die Rechtsprechung sukzessive verschärft, indem sie insbesondere auch die Offenlegung von Interessenkonflikten forderte.⁵⁹ Seit der Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID, 2004/39/EG) gilt zudem für die Anlageberatung und die Portfolioverwaltung die Pflicht zur Prüfung, ob das Geschäft für den Kunden geeignet ist (§ 31 Abs. 4 WpHG); für andere Wertpapierdienstleistungen gilt die Pflicht zur Prüfung, ob das Geschäft in dem Sinne angemessen ist, dass der Kunde es angemessen beurteilen kann (§ 31 Abs. 5 WpHG); reine Ausführungsgeschäfte ohne Beratung bzw. Geeignetheits- oder Angemessenheitsprüfung sind nur noch in Bezug auf nicht komplexe Finanzinstrumente zulässig (§ 31 Abs. 7 WpHG). Mit der anstehenden Umsetzung der neuen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente von 2014, die jetzt bis zum 3. Januar 2018 zu erfolgen hat, wird die Liste der nicht komplexen Finanzinstrumente, bei denen ein reines Ausführungsgeschäft zulässig ist, beschränkt (Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II). Eine weitere Verschärfung bringt die gleichzeitige Einführung eines Produktfreigabeverfahrens, die sogenannte Product Governance durch das Kleinanlegerschutzgesetz, nach dem für jedes Finanzinstrument ein Zielmarkt von Kunden zu bestimmen ist, deren Bedürfnissen das Finanzinstrument entspricht, und nach dem eine für diesen Zielmarkt geeignete Vertriebsstrategie zu verfolgen ist (§§ 33 Abs. 3b ff. WpHG n. F.).

Die Aufklärungs- und Informationspflichten beruhen letztendlich auch auf dem Informationsparadigma, indem sie für eine bessere Information der Anleger sorgen sollen. In einem gewissen Umfang ermöglichen sie es aber zugleich auch, auf die Schwächen der Anleger einzugehen, indem die Anforderungen an die Pflichten steigen, je weniger der Anleger in der Lage ist, die Informationen für eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung zu benutzen.⁶⁰

c) Weitere Verhaltenspflichten

Das bereits angesprochene Wertpapierhandelsgesetz, das Teil des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes von 1994 war, statuierte weitere Verhaltenspflichten. Während der Entwurf eines Vermögensanlagegesetzes 1977 noch gescheitert war, musste der Gesetzgeber nunmehr die Transparenzrichtlinie (88/627/EWG), die Insiderrichtlinie (89/592/EWG) und die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) von 1988, 1989 und 1993 umsetzen. Das Wertpapierhandelsgesetz enthielt demgemäß erweiterte Informationspflichten, insbesondere die Pflicht zur ad-hoc-Publizität, sowie ein Verbot des Insiderhandels und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten.⁶¹ Diese wurden mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz von 2002

⁵⁸ BGHZ 123, 126.

⁵⁹ Vgl. etwa BGH, NJW 2013, 3574; BGH, NZG 2016, 1028.

⁶⁰ BGHZ 189, 13.

⁶¹ Merkt in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (132).

sowie dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz von 2004, das die Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) umsetzte, und dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz von 2007, das die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID, 2004/39/EG) umsetzte, erweitert und vor allem um ein Verbot des Marktmissbrauchs ergänzt; insbesondere wurde dabei auch der Anwendungsbereich erweitert. Soweit diese Regelungen nicht dem Informationsparadigma folgen, enthalten sie ein direktes Verbot der Schädigung der Anleger.

d) Vertriebs- und Produktbeschränkungen

Die jüngste Entwicklung stellt die Einführung von Vertriebs- und Produktbeschränkungen bis hin zu Verboten dar. So ermöglichen es das durch das Kleinanlegerschutzgesetz von 2015 geänderte Wertpapierhandelsgesetz und die Finanzmarktverordnung von 2014, die 2018 in Kraft treten soll, der BaFin, die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen zu verbieten oder zu beschränken, wenn diese unter anderem erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwerfen (§ 4b WpHG bzw. Art. 42 MiFIR). Ähnlich kann im Recht der Vermögensanlagen die BaFin die Werbung, die Veröffentlichung des Verkaufsprospekts und das öffentliche Angebot untersagen, wenn die Vorschriften des VermAnlG nicht eingehalten werden (§§ 16 ff. VermAnlG).⁶² Im Investmentrecht kann die BaFin geeignete und erforderliche Maßnahmen ergreifen, wenn eine Gefahr für die Erfüllung der Verbindlichkeiten der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder für die Sicherheit der ihr anvertrauten Vermögensgegenstände besteht (§ 42 KAGB). Zudem bestehen hier Vertriebsverbote für Spezial-AIF, da diese nur an professionelle oder semiprofessionelle Anleger vertrieben werden dürfen (§ 1 Abs. 3 KAGB). Im Wertpapierhandelsrecht wird ein sogenannter Product-Governance-Prozess eingeführt, nachdem jedes Unternehmen bereits im Vorfeld des Vertriebs eines Finanzinstruments dafür Sorge tragen soll, dass das Produkt nur einer Kundengruppe angeboten wird, zu deren Bedürfnissen es passt (Art. 24 MiFID II). Bei den genannten Regelungen besteht nunmehr die Möglichkeit, bestimmte Produkte oder deren Vertrieb zu beschränken oder zu verbieten und so die Anlage in diese Produkte zu erschweren oder zu verhindern.

III. Fazit

Lässt man die geschilderte Entwicklung Revue passieren, so fallen vor allem die folgenden Grundlinien auf.

1. Entwicklungslinien bei Rechtstatsachen

Rechtstatsächlich ist eine Entwicklung zur Teilnahme immer breiterer und unerfahrenerer Anlegerschichten am Kapitalmarkt festzustellen.⁶³ Gleichzeitig ist nicht nur eine zunehmende Vielfalt an Kapitalmarktprodukten

⁶² Dazu *Wilhelmi/Seitz*, WM 2016, 101.

⁶³ Vgl. jetzt auch *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279 (283 f.).

zu konstatieren. Vielmehr werden diese in der Tendenz auch immer komplexer und komplizierter.⁶⁴

2. Entwicklungslinien bei Regelungen

Bei den Regelungen ist festzuhalten, dass diese sich zunächst vor allem auf den Schutz des angelegten Geldes konzentriert haben, daneben aber nicht nur versuchten, dem Anleger die für eine eigenverantwortliche Entscheidung notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen, sondern auch Beschränkungen der Produkte zum Gegenstand hatten. Das neu entstehende Kapitalmarktrecht war dann allerdings insbesondere durch den immer weiteren Ausbau der Publizitätspflichten gekennzeichnet.⁶⁵ Jedoch mehren sich die Anzeichen, dass das Informationsmodell wohl ausgereizt und an seine Grenzen gelangt ist.⁶⁶ Die jüngsten Reformen haben demgemäß nicht nur eine Ausweitung der Publizitätsinstrumente gebracht, sondern vor allem erhebliche Anforderungen an die Institutionen und den Vertrieb durch eine zunehmende Regulierung der Anlageprodukte und ihren Vertrieb.⁶⁷

Auf einer etwas abstrakteren Ebene lässt sich konstatieren, dass das Kapitalmarktrecht zunächst der Ausweitung der Kapitalmärkte über die Börse hinaus bis hin in den grauen Kapitalmarkt begegnet ist, indem es die Regelungen des Börsenrechts auf die anderen Gebiete des Kapitalmarkts erstreckt hat. Dies geschah eher inkrementell, hat aber inzwischen dazu geführt, dass es kaum noch weiße Flecken auf der Landkarte des Kapitalmarkts gibt. Mit der zunehmenden Komplexität der Kapitalmarktprodukte und der gleichzeitigen Erweiterung des Kreises der Anleger, die mit einer abnehmenden Kompetenz der Anleger verbunden ist, haben sich aber die Grenzen des das Börsenrecht prägenden Informationsmodells gezeigt. Das Kapitalmarktrecht hat darauf jüngst durch die Einführung von Vertriebs- und Produktbeschränkungen reagiert. Diese sind womöglich Vorboten eines Paradigmenwechsels vom Informationsmodell zu einem stärker paternalistischen Ansatz.⁶⁸

3. Entwicklungslinien beim Anlegerschutz

Die geschilderte Entwicklung des Anlegerschutzes im Kapitalmarkt hat auch gezeigt, dass die Instrumente des Anlegerschutzes im Rahmen des Informationsmodells zumindest auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts geschützt haben. Dementsprechend war auch lange nicht klar, ob der Anlegerschutz im Rahmen der Ziele des Kapitalmarktrechts ein eigenständiges Ziel ist oder ob er nur ein untergeordnetes Ziel gegenüber dem Ziel ist, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu schützen, indem er vor allem Mittel zu dem Zweck ist, das für das Funktionieren des Kapitalmarkts notwendige

⁶⁴ Vgl. jetzt auch *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279 (284).

⁶⁵ *Merkt* in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997 S. 18 (138).

⁶⁶ *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66 (94).

⁶⁷ *Assmann* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 4, der daneben auch die Solidität von Marktinstitutionen, insbesondere Marktintermediären nennt.

⁶⁸ Vgl. *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310 (331 f.); *Contratto*, in: Sethe/Hens/von der Croone/Weber (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, 2013, S. 48 (49); jetzt auch *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279 (285 ff.).

Vertrauen der Anleger sicherzustellen.⁶⁹ Diese Unterscheidung berührte sich mit der Unterscheidung zwischen dem institutionellen Anlegerschutz, der die Anleger nur als Gesamtheit schützt, und dem individuellen Anlegerschutz, der auch den einzelnen Anleger schützt, insbesondere indem diesem Schadensersatzansprüche zustehen.⁷⁰ Auf der Wertungsebene steht dahinter zudem die Frage, wie weit die Eigenverantwortung des mündigen Verbrauchers im Rahmen der Privatautonomie geht und wann eine Fürsorge des Gesetzgebers notwendig ist, ohne sich dem Vorwurf des Paternalismus auszusetzen.⁷¹

Demgegenüber hat die geschilderte Entwicklung des Anlegerschutzes im Kapitalmarkt dazu geführt, dass das Kapitalmarktrecht nicht mehr nur den verständigen Durchschnittsanleger schützt, der rational agiert und informiert oder zumindest informierbar ist, indem es dem Anleger die für seine eigenverantwortliche Anlageentscheidung notwendigen Informationen zur Verfügung stellt. Vielmehr wird in jüngerer Zeit auch der Anleger geschützt, der objektiv oder subjektiv nicht in der Lage ist, sich gegen die mit der Teilnahme am Kapitalmarkt verbundenen Risiken zu schützen, so dass das Kapitalmarktrecht den Anleger zunehmend als Konsumenten oder Verbraucher auffasst und insoweit dem Verbraucherschutzrecht entspricht.⁷² Dem entspricht eine zunehmende Bedeutung des individuellen gegenüber dem institutionellen Anlegerschutz. Demgemäß ist der Anlegerschutz spätestens jetzt zu einem eigenständigen Ziel des Kapitalmarktrechts geworden.

Der Rechtsstaat hat es damit hoffentlich geschafft, auf die Herausforderungen der Globalisierung im Bereich der Kapitalmärkte eine angemessene Antwort zu geben. Der etwas zähe Prozess dürfte nicht zuletzt auf der Schwierigkeit beruhen, das Verhältnis zwischen den durch die Globalisierung entstehenden Chancen und Risiken und den überkommenen kulturellen Werten neu auszutarieren.

⁶⁹ Vgl. *Wilhelmi*, JZ 2014, 693 (702).

⁷⁰ Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 12 ff.

⁷¹ Vgl. *Langenbacher*, ZHR 177 (2013), 679 (685 f.).

⁷² *Assmann* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 1 Rn. 3; vgl. auch *Buck-Heeb*, JZ 2017, 279 (284 f.); *dies.* ZHR 176 (2012), 66 (82 ff.); *Moloney*, EBOR 13 (2012), 169 passim; kritisch *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134 (147 f.).