

# Stellungnahme

## zum Referentenentwurf eines Kleinanleger- schutzgesetzes

**GZ: VII B 5 - WK 6100/14/10001 :004**

DOK: 2014/0402976

Kontakt:

Dr. Diedrich Lange

Telefon: +49 30 2021- 1610

Telefax: +49 30 2021-191600

E-Mail: [d.lange@bvr.de](mailto:d.lange@bvr.de)

Berlin, 3. September 2014

Federführer:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken  
und Raiffeisenbanken e. V.

Schellingstraße 4 | 10785 Berlin

Telefon: +49 30 2021-0

Telefax: +49 30 2021-1900

[www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de](http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de)

## Allgemeines

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt grundsätzlich das Vorhaben der Bundesregierung, den dringend benötigten Anlegerschutz auf dem Grauen Kapitalmarkt auszubauen. Auf die Notwendigkeit entsprechender Schritte hat die Deutsche Kreditwirtschaft seit Jahren angesichts der offensichtlichen Missstände hingewiesen. Besteht im Hinblick auf das zu verfolgende Ziel grundsätzlich Einvernehmen, so gilt dies nicht für viele der von der Bundesregierung in dem vorliegenden Referentenentwurf vorgeschlagenen Maßnahmen.

Auf gänzlichem Unverständnis und strikte Ablehnung seitens der Deutschen Kreditwirtschaft stößt die vorgezogene Umsetzung von Teilen der revidierten EU-Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID II) bzw. der EU-Verordnung über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFIR), obwohl diese erst zum Jahresende 2016 in deutsches Recht umzusetzen sind und, was wichtiger ist, noch umfangreiche Konsultationsarbeit auf europäischer Ebene zu nachgeordneten Maßnahmen aussteht. Hier sollte zunächst die Ausgestaltung des aufsichtsrechtlichen Rahmenwerks in der Europäischen Union abgewartet werden, bevor die Umsetzung erfolgt, und nicht voreilig reguliert werden. In der Europäischen Union mit Regulierungsmaßnahmen vorbildlich voranschreiten zu wollen, ist an dieser Stelle, an der es um die der Richtlinie wie der Verordnung nachgeordnete europäische Integration des Aufsichtsrechts geht, der falsche Schritt – er behindert Integration statt sie zu fördern und belastet die Betroffenen mit der Doppellast der Anpassung und setzt sie möglichen Wettbewerbsnachteilen aus. Darüber hinaus kann das Vorziehen zu erheblichen negativen Folgen für die Anleger führen, unter anderem auch, weil es mit der Gefahr behaftet ist, dass sich nicht zuletzt kleine und mittlere Kreditinstitute ganz oder teilweise aus der Anlageberatung zurückziehen werden (vgl. in diesem Zusammenhang auch die Umfrage „Regulierung drängt Banken aus der Anlageberatung“ des Deutschen Aktieninstituts vom Juli 2014).

Eine undefinierte Erweiterung des Anwendungsbereiches des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) um „strukturierte Einlagen“ sollte in jedem Fall unterlassen und die Umsetzung der diesbezüglichen Bestimmungen der MiFID abgewartet werden.

Sofern die vorgeschlagenen gesetzlichen Neuerungen trotz der vorstehend angeführten erheblichen Bedenken beibehalten werden, wäre es zwingend erforderlich, eine angemessene Übergangsregelung zu schaffen. Die Regelungen wären mit erheblichem Aufwand für die Unternehmen verbunden. Eine übereilte oder unvollständige Umsetzung kann nicht im Interesse des Gesetzgebers liegen, da sie dem Kundenschutz gerade nicht dienen würde. Deshalb müsste den Unternehmen eine angemessene Übergangsfrist eingeräumt werden, welche es ihnen erlauben würde, in einem geordneten und überlegten Prozess die Umsetzung vorzubereiten und vorzunehmen.

Die Aufnahme von Rechtsverordnungsermächtigungen in das Gesetz bietet die Möglichkeit, die ausstehenden delegierten Rechtsakte der Europäischen Kommission zur Umsetzung der Bestimmungen zur Product Intervention und Product Governance aufzunehmen statt ihnen vorzugreifen.

Der Begriff des Kleinanlegers ist bisher dem deutschen Aufsichtsrecht fremd. Vielmehr unterscheidet man bisher in Privatkunden, professionelle Kunden, geeignete Gegenparteien nach dem WpHG bzw. Privatanleger, semiprofessionelle Anleger und professionelle Anleger nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Da das Gesetz sich nach derzeitiger Lesart aber auf alle Kunden-/Anlegergruppen zu erstrecken scheint (vgl. z.B. Regelungen zum WpHG, die nicht ausdrücklich auf Privatkunden beschränkt bleiben), ist die Zielsetzung des Gesetzes un-

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

klar. Sofern dabei die in Richtlinie 2014/65/EU verwandte Bezeichnung des Kleinanlegers aufgegriffen werden soll, weisen wir daraufhin, dass das WpHG den Begriff des Privatkunden in Umsetzung der Vorgängerrichtlinie, die ebenfalls diese Bezeichnung enthielt, nutzt. Die deutsche Übertragung des Begriffs retail client in Kleinanleger ist missglückt, da auch der vermögende (Privat)kunde retail client sein kann.

Wir sprechen uns dafür aus, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien vom Anwendungsbereich des Gesetzes auszunehmen. Nach unserem Verständnis beabsichtigt der Referentenentwurf den Schutz von Privatkunden im Sinne des WpHG. Laut der Begründung zu Artikel 10 gebietet der Schutz von „Privatanlegern“ eine frühzeitige Umsetzung. Daher sollte es keinen Anlass zur Umsetzung auch für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien geben.

Nach mehreren Vorstufen in der Finanzmarktgesetzgebung der vergangenen Jahre versucht die Bundesregierung nunmehr, den Grauen Kapitalmarkt einer umfassenderen Regulierung zu unterziehen. Diese zielt vor allem auf die Produktseite, indem eine Öffnungsklausel in den Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes in § 1 Abs. 2 Nummer 7 Aufnahme finden soll, die um den Preis der Unbestimmtheit sehr weit gefasst ist. Ein solches Vorgehen war vom Gesetzgeber in der Vergangenheit stets gescheut worden, aus gutem Grund. Die jetzige Formulierung zieht weite Teile etablierter, seriöser Finanzpraktiken kleiner und mittlerer, aber auch großer Unternehmen unter das Dach des Vermögensanlagegesetzes und belastet die Finanzierungsgeschäfte zwischen Unternehmen mit kostspieligen und unnötigen Auflagen. So wird bspw. der gesamte Schuldscheinmarkt dem Anwendungsbereich unterworfen; obwohl kein einziger Privatkunde an ihm teilnimmt, verliere dieser Markt seine Vorteile der Flexibilität und Schnelligkeit durch die hohen Auflagen. Das Gesetz wird in seiner jetzigen Form Folgen für die Realwirtschaft haben, die negativer Art sind und in der Gesetzesfolgenabschätzung keine Berücksichtigung gefunden haben.

Die Bundesregierung greift in marktwirtschaftliche Grundwerte wie die Privatautonomie ein, wenn sie Mindestlaufzeiten für Vermögensanlagen vorschreibt und Werbungsbeschränkungen für diese Anlagen verfügt. Ob derart weitgehende Maßnahmen die Anleger tatsächlich, wie es gedacht ist, von betrügerischen oder hochriskanten Investments abhalten werden, ist nicht sicher. In jedem Fall sind die Abgrenzungskriterien für zulässige Werbemaßnahmen schwer zu bemessen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft ist der Ansicht, dass es nicht ausreicht, den Grauen Kapitalmarkt nur von der Produktseite einer stärkeren Aufsicht zu unterwerfen. Vielmehr müssen die Akteure einer stärkeren Kontrolle unterworfen werden. Im Sinne eines ceterum censeo spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft dafür aus, die aufsichtsrechtliche Ungleichbehandlung zwischen Finanzanlagevermittlern und Kreditinstituten zu beseitigen und die Finanzanlagevermittler umfassenden, bereits für Banken und Sparkassen geltenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen (insbesondere des WpHG) zu unterwerfen sowie der Aufsicht der BaFin zu unterstellen. Dies wird auch in dem am 25. Juni 2014 vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlichten Gutachten „Evaluierung der Beratungsdokumentation im Geldanlage- und Versicherungsbereich“ empfohlen.<sup>1</sup>

Die in Artikel 1 geplante Einführung der expliziten Aufgabenzuweisung des kollektiven Verbraucherschutzes für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist der richtige Zeitpunkt, um im Finanzdienstleis-

---

<sup>1</sup> Vgl. Seite 289, 295 und 339 des Gutachtens.

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

tungsaufsichtsgesetz (FinDAG) eine Klarstellung dahingehend vorzunehmen, dass für die Rechtsfolgen pflichtwidrigen Handelns der Bankenaufsicht in jedem Falle die öffentliche Hand einzustehen hat und nicht die die Finanzdienstleistungsaufsicht finanzierenden beaufsichtigten Unternehmen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt das Ziel der Bundesregierung, im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes bei Crowdfunding Regelungslücken und Umgehungsmöglichkeiten zu beseitigen und dabei Lösungen zu finden, die die Anleger schützen, aber auch den Bedürfnissen der jungen Unternehmen gerecht werden, sich über Crowdinvestitionen zu finanzieren. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft muss im Interesse des Anlegerschutzes die Vergleichbarkeit der Schutzmaßnahmen für Investoren mit anderen Anlageformen jedoch gewahrt sein. Insbesondere unter Berücksichtigung des aktuellen niedrigen Zinsniveaus, das die Gefahr von Fehlallokationen und Blasenbildungen birgt, darf die Förderung von Crowdfunding nicht dem Anleger- und Verbraucherschutz übergeordnet werden.

## Einzelheiten

### **Artikel 1: Änderung des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes**

Mit der vorgeschlagenen Ergänzung des § 4 FinDAG um einen neuen Absatz 1 a und die damit einhergehende Integration des kollektiven Verbraucherschutzes in den Aufgabenkanon der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) folgt der Gesetzgeber einer entsprechenden politischen Vereinbarung aus dem Koalitionsvertrag, die genau dies vorsieht. Zu begrüßen ist in dem Zusammenhang die ausdrückliche Klarstellung, dass mit dieser Regelung keineswegs eine Veränderung des bisherigen gesetzlichen Auftrags einhergehen soll, sondern dieser unverändert bleibt. Satz 1 des neuen Absatzes 1 a wie auch die Begründung im besonderen Teil des Referentenentwurfs sind insoweit eindeutig.

Bedenklich erscheint dagegen die Konturenlosigkeit der Regelung in Absatz 1 a Satz 2 des Referentenentwurfs. Dort ist unter anderem die Rede davon, Verbraucherschutzrelevante Missstände zu verhindern, wenn eine generelle Klärung im Interesse des Verbraucherschutzes geboten erscheint. Unklar bleibt insbesondere, wie einem Missstand im Sinne des Satzes 2 im Lichte der Missstandsdefinition des Satzes 3 vorgebeugt werden soll. Nach Satz 3, der die Legaldefinition des Missstandes enthält, ist dessen Voraussetzung ein erheblicher, dauerhafter oder wiederholter Verstoß gegen Verbraucherschützende Rechtsvorschriften, der über den Einzelfall hinausreicht und eine generelle Klärung geboten erscheinen lässt (vgl. so auch Begründung Besonderer Teil Seite 28). Diese Legaldefinition geht ganz offenkundig jedoch davon aus, dass bereits ein Verstoß gegen ein Verbraucherschutzgesetz stattgefunden hat. In diesem Fall kann sich die „vorbeugende“ Aktivität der BaFin im Sinne der Missstandsverhinderung lediglich auf die Verhinderung weiterer gleichgelagerter Sachverhalte beziehen. Dies sollte dann aber auch in der Formulierung des Satzes 2 entsprechend zum Ausdruck kommen, indem eine präzisere Formulierung gewählt wird<sup>2</sup>.

Inakzeptabel erscheint dagegen die in der Begründung zum Regierungsentwurf enthaltene Präzisierung, wonach die Bundesanstalt in Fällen von Rechtsstreitigkeiten und damit gerichtlicher Auseinandersetzungen über die Frage, ob ein Verstoß gegen Verbraucherschützende Rechtsvorschriften vorliegt, beim Fehlen einer höchstrichterlichen Entscheidung hierzu gleichsam im Sinne eines „einstweiligen Rechtsschutzes sui generis“ Maßnahmen ergreifen können soll. In diesem Fall werden die Trennlinien zwischen Exekutive und Judikative zumindest verwischt und die vom Zivilrecht den beteiligten Parteien zugewiesenen Rollen und deren Gewicht nachhaltig zu Ungunsten der beaufsichtigten Adressen verschoben.

Der Bundesgerichtshof als höchstes Zivilgericht legt in aller Regel keine Normen des WpHG aus. Daher ist nicht ersichtlich, warum die BaFin einschreiten sollte, wenn ein Institut ein Urteil nicht beachtet. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der BGH letztlich einzelne Rechtsstreitigkeiten entscheidet, aber kein Rechtssetzungsorgan ist. Ob und wie ein Urteil, das nicht an ein Institut gerichtet ist, umzusetzen ist, kann daher auch nur durch jedes betreffende Institut, je nach Anwendungsbereich, entschieden werden.

Die BaFin andererseits ist nicht Teil der Legislative oder der Judikative und sollte daher nicht aufgerufen sein zu entscheiden, ob und wenn ja, zu welchem Urteil der BGH im Hinblick auf Verbraucherschützende Normen kom-

---

<sup>2</sup> Eine entsprechende Formulierung könnte beispielsweise lauten: „ ... , um Verbraucherschutzrelevante Missstände zu beseitigen und deren Wiederholung zu verhindern, ...“

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

men könnte, wenn er zu einer Entscheidung aufgerufen wäre. Zudem stelle man sich vor, dass die BaFin in der Annahme, der BGH werde eine bestimmte Entscheidung treffen, die Missstandsaufsicht nach § 4 Abs. 1a FinDAG ausübt, der BGH anschließend aber zu einer abweichenden Entscheidung kommt.

Die Tatsache, dass gegen eine entsprechende Maßnahme der BaFin der Weg zu den Verwaltungsgerichten eröffnet wäre, stellt insoweit keine Kompensation dar, da die Verwaltungsgerichte sich lediglich mit der Frage beschäftigen werden, ob der Bankenaufsicht das Recht zu einer solchen Maßnahme zustand oder nicht, was durch das Gesetz ja gedeckt wäre. Die entscheidende Frage, ob tatsächlich ein Verstoß gegen verbraucher-schützende Normen vorliegt, wird dagegen seitens des Verwaltungsgerichts nicht bewertet werden, da diese Frage eindeutig in die Zuständigkeit der Zivilgerichte fällt. Insoweit erscheint auch die Aussage, dass die BaFin zukünftig die Einhaltung zivilrechtlicher Verbraucherschützender Rechtsvorschriften überwachen soll, in diesem Zusammenhang mehr als bedenklich.

Indem die BaFin zunehmend Kompetenzen mit Blick auf zivilrechtliche Regelungen, die grundsätzlich das Rechtsverhältnis inter partes betreffen, erhält, gerät die Feststellung, dass die BaFin ihre Aufgaben ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnimmt und keinen individuellen Schutzanspruch gewährleistet, zunehmend in Gefahr. In diesem Zusammenhang stellt sich dann auch wiederum die bereits mehrfach in der Vergangenheit erhobene Frage nach der Kostentragung für die Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Aufgabenkanon der BaFin begründet zunehmend Zweifel an der Angemessenheit einer ausschließlichen Finanzierung dieser Bundesbehörde durch die beaufsichtigten Adressen. Die Wahrnehmung der Aufgaben der BaFin liegt zumindest auch im allgemeinen öffentlichen Interesse, so dass eine angemessene Co-Finanzierung der Finanzdienstleistungsaufsicht durch den Fiskus sachgerecht wäre. In jedem Falle wäre die Einführung der expliziten Aufgabenzuweisung des kollektiven Verbraucherschutzes der richtige Zeitpunkt, um im FinDAG eine Klarstellung dahingehend vorzunehmen, dass für die Rechtsfolgen pflichtwidrigen Handelns der Bankenaufsicht in jedem Falle die öffentliche Hand einzustehen hat und nicht die die Finanzdienstleistungsaufsicht finanzierenden beaufsichtigten Unternehmen.

## **Artikel 2: Änderung des Vermögensanlagengesetzes**

### **Zu Nr. 2 Buchstabe a) (§ 1 Abs. 2 VermAnlG n.F.)**

Durch die Neufassung des § 1 Abs. 2 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) werden zukünftig auch partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen als Vermögensanlagen qualifiziert. Hier fehlt es bereits an einer gesetzlichen Definition. Zwar finden sich diese Begriffe in verschiedenen Auslegungsschreiben der BaFin, eine gesetzliche Definition oder weitere Hinweise in der Gesetzesbegründung wären jedoch für die klare Abgrenzung des Anwendungsbereichs hilfreich.

Darüber hinaus war es bislang der erklärte gesetzgeberische Wille, partiarische Darlehen nicht als Vermögensanlage anzusehen<sup>3</sup>. Aufgrund eines vollständigen Rückzahlungsanspruchs in Höhe der Darlehensvaluta und einer lediglich bei der Höhe der Verzinsung bestehenden Abhängigkeit vom Unternehmenserfolg ist der Anleger nicht so schutzbedürftig wie im Fall einer „echten“ unternehmerischen Beteiligung. Auch die in der Gesetzesbegründung angeführten „verschiedenen Ereignisse in jüngster Zeit“ rechtfertigen grundsätzlich keine neue Bewertung dieses Finanzierungsinstrumentes. Im Fall einer Nachrangabrede im Zusammenhang mit der Ausgestaltung als Genussrecht - wie im Falle Prokon - ist auch nach der aktuellen Gesetzeslage der unternehmerische Charakter überwiegend gegeben, sodass nach den in Rechtsprechung und Literatur entwickelten Kriterien der Anwendungsbereich des § 8f Verkaufsprospektgesetz sowie des insoweit klarstellenden § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG a. F. eröffnet ist<sup>4</sup>.

Damit ist die Intention des Gesetzgebers, „Umgehungsstrukturen zu erfassen“, bereits durch die aktuelle Rechtslage erfüllt.

Der Anwendungsbereich von Nr. 7 ist insgesamt unklar, insbesondere bleibt offen, welche Vermögensanlagen von der Nr. 7 erfasst werden sollen. Insofern wären Beispiele in der Gesetzesbegründung hilfreich. Wir verstehen die Ausführungen dahingehend, dass Einlagen i. S. d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG und damit auch strukturierte Einlagen i.S.d. § 1 Abs. 1 WpHG n.F. nicht erfasst sind.

Erfasst wird hingegen u.a. der Schuldschein. Wir gehen davon aus, dass es nicht intendiert ist, den gesamten Schuldscheinmarkt dem Anwendungsbereich zu unterwerfen, weil kein einziger Privatkunde an ihm teilnimmt. Durch die hohen Auflagen des Vermögensanlagengesetzes verlöre dieser Markt seine Vorteile der Flexibilität und Schnelligkeit. Nicht zuletzt nutzt die Bundesrepublik Deutschland dieses unkomplizierte Refinanzierungsinstrument selbst. Schließlich könnten auch andere Finanzierungsformen zwischen Kreditinstituten innerhalb von Finanzverbänden vom Anwendungsbereich erfasst sein, was sicher ebenfalls nicht vom Gesetzgeber bezweckt ist.

Die vorgesehene Erweiterung des Begriffs der „Vermögensanlagen“ führt nach unserer Auffassung zudem zu einer - wohl auch von der Politik nicht gewollten - deutlichen Verschärfung bei der Hereinnahme von Finanzierungsmitteln von den Mitgliedern von Genossenschaften. Die Aufnahme von partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen ist insbesondere für Warengenossenschaften ein seit Jahren genutztes Instrument, um Gelder und Mittel von ihren Mitgliedern (z. B. aus Warenlieferungen) mittel- und langfristig im Unternehmen zu halten und

---

<sup>3</sup> Vgl. Regierungsbegründung zum AnSVG, Bundestagsdrucksache 15/3174, Seite 42.

<sup>4</sup> Vgl. insoweit auch die Kommentierung von Arndt/Bruchwitz VerkProspG § 8f Rd.-Nr. 41.

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

gleichzeitig das Betreiben des Einlagengeschäfts im Sinne des KWG zu vermeiden. Entsprechend des Merkblatts der BaFin „Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts“ Ziff. 5 c) handelt es sich nicht um Einlagen i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr.1 KWG. Da diese dann nicht der Ausnahme des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. unterfallen, plädieren wir dafür, eine Ausnahmeregelung im Rahmen des § 2 VermAnlG zu schaffen, dass die Anforderungen aus dem Vermögensanlagegesetz nicht für Vermögensanlagen von einem Gesellschafter bei der Darlehensnehmerin gewährt werden, sofern es sich bei dieser um Unternehmen handelt, die einer gesetzlichen Abschlussprüfung unterliegen.

In § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. sollte es statt "sofern die Annahme der Gelder nicht als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 1 des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren ist" unserer Auffassung nach analog zu § 2 Abs. 2b WpHG heißen: "sofern diese nicht von einem CRR-Kreditinstitut im Sinne des § 1 Absatz 3d Satz 1 des Kreditwesengesetzes, dem eine Erlaubnis nach § 32 Absatz 1 des Kreditwesengesetzes erteilt worden ist, ausgegeben werden."

### **Zu Nr. 3 (§ 2 VermAnlG n.F.)**

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt das Ziel der Bundesregierung, im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes bei Crowdfunding Regelungslücken und Umgehungsmöglichkeiten zu beseitigen und dabei Lösungen zu finden, die die Anleger schützen, aber auch den Bedürfnissen der jungen Unternehmen gerecht werden, sich über Crowdinvestitionen zu finanzieren. Im Koalitionsvertrag für die Bundesrepublik Deutschland heißt es dazu auf S. 22: „Auch neue Finanzierungsformen wie Crowdfunding („Schwarmfinanzierung“) brauchen einen verlässlichen Rechtsrahmen.“

Crowdfunding ist ein neues Finanzierungsinstrument, das andere traditionelle Finanzierungsformen ergänzen kann, indem es Zugang zu risikobehafteten Finanzierungen bei innovativen, kreativen und kulturellen Projekten oder von Tätigkeiten von Sozialunternehmern erschließt. Es soll insbesondere Start-ups und jungen Unternehmen eine neue Finanzierungsmöglichkeit bieten. Neben dem Zugang zur Finanzierung verspricht das Modell durch die Kommunikation auf einer Plattform zudem ein „soziales Marketing“, das den späteren Absatz der Produkte des Unternehmens verbessern soll. Das Feedback der Crowdinvestoren wird häufig auch als Markttest des Unternehmens- bzw. Geschäftsmodells („social proof of concept“) gesehen. Somit können sich je nach Fall für einige finanzierungssuchende Unternehmen durchaus Vorteile ergeben.

Aus Investorensicht muss allerdings darauf hingewiesen werden, dass es sich bei Crowdfunding um ein Hochrisikoinvestment handelt, bei dem ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals drohen kann. Aus Risikosicht ist es dabei unerheblich, ob es sich rechtlich um ein Kredit- oder Eigenkapitalprodukt handelt. Daher ist eine entsprechende Risikoaufklärung der Investoren aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft elementar, damit es nicht zu „der fehlerhaften Annahme der Anleger, hohe Renditen könnten ohne Risiko erreicht werden“ (Referentenentwurf S. 1), kommen kann. Die Crowdfunding-Plattformen dürfen durch Aufmachung und Wortwahl nicht den Eindruck erwecken, dass es sich bei Crowdfunding um ein Finanzinstrument handelt, das mit der Sicherheit einer Bank- oder Spareinlage vergleichbar wäre. Um dem Anleger eine einfache und möglichst zuverlässige Einschätzung des Risikos zu vermitteln, müssen die tragenden Gründe für die vorhandene Beurteilung des Risikogehaltes eines Finanzierungsprojektes durch die Plattform für den Kleinanleger transparent gemacht werden.

Die Deutsche Kreditwirtschaft macht darauf aufmerksam, dass im Interesse des Anlegerschutzes die Vergleichbarkeit der Schutzmaßnahmen für Investoren mit anderen Anlageformen jedoch gewahrt sein muss. Insbeson-

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

dere unter Berücksichtigung des aktuellen niedrigen Zinsniveaus, das die Gefahr von Fehlallokationen und Blasenbildungen birgt, darf die Förderung von Crowdfunding nicht dem Anleger- und Verbraucherschutz übergeordnet werden.

Der vorliegende Entwurf sieht ferner vor, über Internet-Dienstleistungsplattformen vertriebene und beworbene Finanzierungsformen von den Anforderungen zur Erstellung eines Prospektes nach dem Vermögensanlagegesetz auszunehmen, sofern es sich um eine Vermögensanlage handelt, die je Anbieter den einzuwerbenden Gesamtbetrag von 1 Million Euro nicht übersteigt und bei denen ein Anleger einen Anteil oder Anteile im Gesamtwert von nicht mehr als 10.000 Euro erwerben kann. Die Deutsche Kreditwirtschaft betrachtet die Anhebung des Schwellenwertes für die Befreiung von der Prospektspflicht nach dem Vermögensanlagegesetz auf eine Million Euro als zu weitgehend. Insbesondere der Gesamtwert von 10.000 Euro pro Anleger widerspricht dem angestrebten Schutzgedanken des Kleinanlegerschutzgesetzes. Unter Bezugnahme auf die im vergangenen Jahr am Markt zu beobachtenden durchschnittlichen Finanzierungssummen je Projekt zwischen 80.000 und 210.000 Euro (plattformabhängig) hält die Deutsche Kreditwirtschaft eine lediglich moderate Anhebung des Schwellenwertes für sinnvoll, um einerseits dem Schutz des Kleinanlegers und andererseits dem Interesse kapitalsuchender junger Unternehmen gerecht zu werden.

Aus unserer Sicht ist ein regulatorischer Rahmen zum Schutz des Anlegers dringend erforderlich. Nach dem Wortlaut des Referentenentwurfes ist es vorgesehen, dass die Befreiung von der Prospektspflicht nur dann greift, wenn die Vermögensanlage von Anbietern oder von ihnen beauftragten Dritten vertrieben oder angeboten wird, die einer Aufsicht nach der Gewerbeordnung, dem Kreditwesengesetz oder dem Wertpapierhandelsgesetz unterliegen. Wir begrüßen dies, da hierdurch sichergestellt wird, dass die Vertriebsplattformen, über die die Vermögensanlagen unter Verzicht auf einen Verkaufsprospekt vertrieben werden, einen regulatorischen Rahmen einhalten. Allerdings ist diese Vorschrift mit Blick auf den Anlegerschutz nach unserer Einschätzung nicht weitreichend genug. Die Aufsicht sollte darüber hinaus gewährleisten, dass die Anleger auch im werblichen Auftritt der Plattform angemessen über die ökonomischen Sachverhalte und die wirtschaftlichen Risiken informiert werden. Aus unserer Sicht ist es ferner erforderlich, dass ein Hinweis auf die jeweilige Aufsichtsbehörde auf den Plattformen und allen Dokumenten erscheint.

Darüber hinaus sollte - wie im Gesetzentwurf vorgesehen - für Vermögensanlagen in Form von Crowdfunding generell an der Pflicht zur Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) festgehalten werden. Aus Praktikabilitätsgründen hält die Deutsche Kreditwirtschaft die von der Bundesregierung vorgesehene Ausnahmeregelung für sinnvoll, lediglich für den Erwerb von Anteilen bis zu einem Gesamtwert von 250 Euro auf die Verpflichtung zur Übermittlung und Unterzeichnung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts durch den Anleger zu verzichten. Die Forderung nach einem physischen VIB bei Crowdfunding-Investments von über 250 Euro scheint uns aber nicht zeitgemäß. Eine derartige Anforderung sollte auch digital erfüllbar sein. Auf Verlangen des Anlegers sollte aber das VIB jederzeit auch in Papierform zur Verfügung gestellt werden können.

Insgesamt existieren in Bezug auf Crowdfunding erst wenige Markterfahrungen, weshalb die Initiative der Bundesregierung und der Europäischen Kommission, dieses Thema tiefergehend zu untersuchen, ausdrücklich begrüßt wird. Letztendlich wird sich der Erfolg des Modells in einigen Jahren zeigen, wenn erste Beteiligungen auslaufen. Daher teilt die Deutsche Kreditwirtschaft die Auffassung der Bundesregierung, dass die mit dem Kleinanlegerschutzgesetz für Crowdfunding geschaffenen Regelungen bis Ende 2016 unter Berücksichtigung der

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Entwicklungen auf europäischer Ebene überprüft werden sollten. Auf dieser Grundlage lässt sich ermitteln, ob beim Crowdfunding weiterer Regulierungsbedarf besteht.

Soweit durch die beabsichtigte neue Regelung in § 2 Abs. 2 VermAnIG n. F. auch sogenannte Crowd-Finanzierungsformen erfasst werden, wäre bereits im Gesetz selbst zwischen kreditbasiertem Crowdfunding (Crowd-Lending) und Crowd-Investing einerseits und dem sogenannten spendenbasiertem Crowdfunding andererseits zu unterscheiden. Insoweit sei auf die Ausführungen der BaFin vom 02.06.2014 - Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers - verwiesen. Der Referentenentwurf wäre insoweit zu präzisieren.

Der vorliegende Referentenentwurf unterscheidet nicht zwischen Finanzierungen in gewerbliche und private Projekte. Die oben genannten Ausführungen zu Crowdfunding beziehen sich allerdings in ihren konkreten Forderungen insbesondere auf gewerbliche Finanzierungen. Auch wenn die einzelnen Schutzinstrumente – wie beispielsweise die Prospektpflicht – für private Crowdfunding-Projekte unrealistisch scheinen, sollten jedoch auch hier angemessene gleichwertige Schutzvorschriften für Kleinanleger gelten. Eine Privatperson, die ihren Finanzierungsbedarf mittels Crowdfunding deckt, sollte daher ebenfalls gewisse Auflagen erfüllen, da das Risiko für den Kleinanleger hier keinesfalls geringer ist als bei gewerblichen Investitionen.

Entsprechend der Begründung sollen die neuen Regelungen auch den Internetvertrieb erfassen. Dies geht aber aus § 2 Abs. 2 S. 1 VermAnIG n. F. nicht hervor. Sofern die Ausnahme ausschließlich gelten soll, wenn ein Vertrieb über das Internet stattfindet (vgl. S. 29: „Die Einfügung von Absatz 2 zielt darauf, neue über Internet-Dienstleistungsplattformen vertriebene und beworbene Finanzierungsformen von den Anforderungen zur Erstellung eines Prospektes nach dem Vermögensanlagegesetz auszunehmen“), so sollte dies bereits aus § 2 Abs. 2 S. 1 VermAnIG n. F. hervorgehen.

Das Verhältnis von § 2 Abs. 2 S. 3 VermAnIG n.F. zu § 2 Abs. 1 n.F. und § 2 Abs. 2 S. 1 n.F. ist unklar, da nicht eindeutig hervorgeht, ob die Zurverfügungstellung eines VIB nur entfallen kann, wenn § 2 Abs. 2 S. 1 und 3 VermAnIG n.F. erfüllt sind oder auch dann, wenn § 2 Abs. 2 S. 3 VermAnIG n.F. allgemein gilt.

Die Begriffe „Anbieter“ und „Vertreiber“ sind gesetzlich nicht definiert. Es gibt nur eine Definition des Begriffs „Emittent“. Daher sollte klargestellt und inhaltlich definiert werden, wann ein Unternehmen als „Anbieter“ oder „Vertreiber“ gelten soll.

Unklar ist auch § 2 Abs. 2 S. 5 VermAnIG n.F. Gemäß § 2 Abs. 1 VermAnIG n.F. sind die §§ 5b bis 26 VermAnIG nicht anwendbar. Dabei kommt es nicht darauf an, ob eine Vermögensanlage öffentlich angeboten wird, sondern ausschließlich darauf, ob eine der Voraussetzungen des § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 9 VermAnIG n.F. vorliegt. Daher bedarf es keiner Ausnahme nach § 2 Abs. 2 S. 1 bis 3 VermAnIG n.F. Sofern § 2 Abs. 2 S. 5 VermAnIG n.F. eine Rückausnahme zu § 2 Abs. 1 VermAnIG darstellen sollte, müsste dies klar gestellt werden. Es ist jedoch kein Grund ersichtlich, § 2 Abs. 1 Nr. 3 n.F. zu ändern.

#### **Zu Nr. 4 (§ 5a und § 5b VermAnlG n. F.)**

##### § 5a VermAnlG n.F.

Die Regelung des § 5a VermAnlG n.F. sieht vor, dass Vermögensanlagen künftig eine Laufzeit von mindestens 24 Monaten ab Zeitpunkt des Erwerbs haben müssen. Ferner soll das Kündigungsrecht eingeschränkt werden.

Der gesetzliche Zwang zur Einführung einer Mindestlaufzeit sowie einer Mindestkündigungsfrist von 12 Monaten bei Vermögensanlagen sollte entfallen. Es sollte weiterhin der Autonomie der Vertragspartner überlassen bleiben, für welchen Zeitraum und mit welcher Kündigungsmöglichkeit Verträge abgeschlossen werden sollen. Gesetzlich vorgeschriebene Mindestlaufzeiten und Mindestkündigungsfristen mögen in Fällen sinnvoll sein, in denen feststeht, dass die einer Vermögensanlage zugrundeliegenden Vermögenswerte illiquide sind, so dass notwendigerweise auch die Liquidität der Vermögensanlage selbst eingeschränkt sein sollte (wie es etwas bei offenen Immobilienfonds der Fall ist). Die vorgeschlagene neue Definition für Vermögensanlagen ist nicht zuletzt durch die Einführung des Auffangtatbestandes in Nr. 7 derart weit, dass die in der Gesetzesbegründung thematisierte Fristeninkongruenz in vielen Fällen überhaupt nicht gegeben sein wird. Trotzdem würde in diesen Fällen die Liquidität der Vermögensanlage zulasten der Anleger eingeschränkt. In diesem Zusammenhang ist es nach diesseitiger Auffassung zur Erfüllung der in der Gesetzesbegründung angeführten Warnfunktion ausreichend, wenn entsprechende Angaben hinsichtlich Laufzeit und Kündigung deutlich im VIB herausgestellt werden.

Zusätzlich zu den genannten Bedenken gegen die Einführung einer obligatorischen Mindestlaufzeit sowie einer Mindestkündigungsfrist ist auch die Formulierung „ab dem Zeitpunkt des Erwerbs“ unklar. Wir gehen davon aus, dass dies lediglich im Rahmen des Erwerbs auf dem „Erstmarkt“ gelten soll.

Schließlich gehen wir davon aus, dass § 5a VermAnlG n.F. dem beidseitigen (formularmäßigen) Ausschluss einer Kündigung, insbesondere bei befristeten Schuldverhältnissen, nicht entgegensteht.

##### § 5b VermAnlG n.F.

Nach § 5b VermAnlG n.F. dürfen Vermögensanlagen, die eine Nachschusspflicht vorsehen, im Inland nicht öffentlich angeboten und vertrieben werden. Auch hier sind wir grundsätzlich der Auffassung, dass dies der Autonomie der Vertragspartner überlassen bleiben sollte. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass etwaige steuerlich bedingte Nachschusspflichten hiervon nicht erfasst werden sollen.

#### **Zu Nr. 5 (§ 7 VermAnlG n. F.)**

Zum Begriff der Anlegergruppe, auf die abgezielt wird, vgl. die Ausführungen unten zu Art. 3.

#### **Zu Nr. 11 (§ 11a VermAnlG n.F.)**

§ 11 a VermAnlG n.F. normiert - offenbar in Anlehnung an die ad hoc-Pflichten von Inlandsemitenten gemäß § 15 WpHG und darüber hinaus - Veröffentlichungspflichten des Emittenten, insbesondere zu seiner Finanz- und Ertragslage nach Ende des öffentlichen Angebots. Diese Verpflichtung ist für nach KWG beaufsichtigte Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute zu weitgehend, zumal sie sogar über die Veröffentlichungspflichten kapitalmarktorientierter Unternehmen gemäß § 37v ff. WpHG hinausgeht. Die Regelung sollte daher nicht für Vermögensanlagen gelten, die von beaufsichtigten Instituten, wie sie z.B. auch in der Ausnahmebestimmung von § 2 S.1 Nr. 7 d) VermAnlG genannt sind, ausgegeben werden.

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Der Begriff der „Medien“ in § 11a Abs. 3 VermAnIG n.F. (vgl. hierzu auch die Ausführungen zu § 12 Abs. 1 VermAnIG n.F.), in denen die Tatsachen zu veröffentlichen sind, ist unklar. Es sollten zumindest beispielhaft „Medien“, die als zulässig erachtet werden, in der Gesetzesbegründung aufgeführt werden.

### **Zu Nr. 12 (§ 12 VermAnIG n. F.)**

Die Regelungen zu Ankündigung und Bewerbung von Vermögensanlagen gehen deutlich über ein vertretbares Maß der Einschränkung von Werbung hinaus. Anbieter werden hier unnötig in ihrer unternehmerischen Freiheit beschränkt. Die Regelung zielt offensichtlich auf die massive Werbetätigkeit von Prokon in Bussen und U-Bahnen ab. Wir halten es nicht für zielführend, ohne entsprechende Analyse, inwieweit diese Werbung Einfluss auf Verbraucher hinsichtlich ihrer Investmententscheidungen hat, eine solche massive Einschränkung von Werbetätigkeiten, die einem Werbeverbot nahe kommt, vorzunehmen. § 12 sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

Sollte dennoch an einer solchen Regelung festgehalten werden, möchten wir Folgendes anmerken:

#### § 12 Abs. 1 Nr. 1 VermAnIG n.F.

Unklar ist der Begriff der „Medien“ in § 12 Abs. 1 Nr. 1 VermAnIG n.F. Die Abgrenzung von Medien, deren Schwerpunkt auf der Darstellung von wirtschaftlichen Sachverhalten liegt und bei deren Leserschaft Vorkenntnisse vorausgesetzt werden können, ist viel zu unbestimmt, um Rechtssicherheit für die Anbieter zu schaffen.

#### § 12 Abs. 1 Nr. 3 VermAnIG n.F.

Da eine Erlaubnis nach dem Wertpapierhandelsgesetz nicht existiert, sollte der Gesetzeswortlaut des § 12 Abs. 1 Nr. 3 VermAnIG n.F. geändert werden.

#### § 12 Abs. 3 VermAnIG n.F.

Die in § 12 Abs. 3 VermAnIG n.F. eingefügte Hinweispflicht für den Anbieter, im Rahmen einer Werbung einen Risikohinweis zu erteilen, ist unserer Auffassung nach einzuschränken und bedarf einer inhaltlichen Abänderung. Klassische fest- oder variabel verzinsliche Namensschuldverschreibungen oder Schuldscheindarlehen eines Kreditinstituts mit festem Rückzahlungszeitpunkt weisen beispielsweise kein besonderes produktimmanentes Risiko auf. Hier besteht allein das bei jeder Investition, einschließlich der klassischen, nicht in den Anwendungsbereich des VermAnIG fallenden Einlagen bei Kreditinstituten, gegebene (theoretische) Emittentenrisiko. Der geforderte Risikohinweis würde zu Ungleichgewichten bei der Vermarktung von Produkten desselben Emittenten in Abhängigkeit von der rechtlichen Form der Anlage oder des Finanzinstruments führen. Denn für Inhaberschuldverschreibungen desselben Emittenten, für die die Werbung nach § 31 Absatz 2 WpHG in Verbindung mit den Regelungen der WpDVerOV zu erstellen ist, fehlen derart weitgehende und undifferenzierte, nicht auf die konkrete Produktausgestaltung abstellende Anforderungen. Die Neuregelungen des VermAnIG dürfen nicht zu Wertungswidersprüchen zu den genannten Vorschriften führen.

Daher sollte hier eine differenzierte Betrachtung gelten: Für Namensschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen oder die nach der neuen Ziffer 7 in § 1 Abs. 2 ausgegebenen Vermögensanlagen von nach KWG beaufsichtigten Kreditinstituten ist der vorgesehene Risikohinweis nicht angemessen. Sie werden mit ggf. wenig seriösen Produkthanbietern des "Grauen Kapitalmarkts" auf die gleiche Stufe gestellt. Es besteht zudem die Gefahr, dass durch diese Pauschalierung, die grundsätzlich alle Anlagen unabhängig vom Emittententyp für gefährlich er-

klärt, der Risikohinweis für die tatsächlich gefährlichen Anlageformen in der Anlegerwahrnehmung entwertet wird.

Da auch Vermögensanlagen über Garantien verfügen können, sollte die Hinweispflicht nach § 12 Abs. 3 VermAnlG n.F. nur dann eingreifen, wenn die Rückzahlung gerade nicht gesichert und damit überhaupt erst ein Totalverlust möglich ist.

Zudem sollte es statt „Rendite“ und „Ertrag“ besser Rendite- oder Ertragserwartung oder –chance heißen. Wenn tatsächlich ein gesicherter Ertrag vorliegt, besteht eben auch kein Risiko.

### **Zu Nr. 13 (§ 13 VermAnlG n. F.)**

Hinsichtlich des § 13 Abs. 2 S. 2 Nr. 2a VermAnlG n.F. siehe die Ausführungen zur Zielgruppe in Art. 3.

Darüber hinaus möchten wir Folgendes anmerken:

#### § 13 Abs. 3 Nr. 6 VermAnlG n.F.

Entsprechend der Begründung findet „regelmäßig keine Beratung und kein Verkaufsgespräch statt, in dem insbesondere die Geeignetheit oder Angemessenheit der Anlage für den Anleger beurteilt werden“ könne. Es ist nicht ersichtlich, warum ein für die Anlageberatung zugelassenes Unternehmen nicht auch bei Vermögensanlagen, deren Emittent das Unternehmen selbst ist, Anlageberatung erbringen sollte. Sofern eine Wertpapierdienstleistung, die nicht Anlageberatung ist, erbracht wird, ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen darüber hinaus verpflichtet, auch die Angemessenheit zu prüfen (§ 31 Abs. 5 WpHG). Daher geht auch insoweit die Begründung ins Leere. Der Wortlaut des § 13 Abs. 3 Nr. 6 VermAnlG n.F. erfasst zudem auch nicht die Prüfung der Angemessenheit, bei der zu ermitteln ist, ob der Kunde über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken in Zusammenhang mit der Art der Finanzinstrumente, Wertpapierdienstleistungen angemessen beurteilen zu können. Daher ist § 13 Abs. 3 Nr. 6 VermAnlG n.F. ersatzlos zu streichen.

#### § 13 Abs. 3a VermAnlG n.F.

§ 13 Abs. 3a VermAnlG n.F. bestimmt, dass das Vermögensanlagen-Informationsblatt einen Hinweis enthalten muss, wenn kein Verkaufsprospekt erstellt wurde. Darüber hinaus ist der Hinweis aufzunehmen, dass der Anleger „weitergehende Informationen“ unmittelbar vom Emittenten erhält. Der Wortlaut ist zu unbestimmt. Unklar ist, welche „weitergehende Informationen“ der Anleger vom Emittenten erhalten kann - dies birgt sowohl für den Anleger als auch für den Emittenten Rechtsunsicherheit.

#### § 13 Abs. 5 S. 2 VermAnlG n.F.

Gemäß § 13 Absatz 5 muss künftig das VIB neben dem Datum der letzten Aktualisierung auch die Zahl der seit der ersten Aktualisierung vorgenommenen Aktualisierungen beinhalten. Diese Anforderung schießt u.E. über die Zielsetzung des Gesetzes, das einen effektiveren Anlegerschutz bewirken soll, hinaus und bietet keinen inhaltlichen Mehrwert für den Anleger; es führt nur zu hohem administrativem Aufwand. Für den Anleger ergibt sich kein Mehrwert daraus, dass er die Anzahl der Aktualisierungen des VIB mit der Anzahl der Prospektnachträge abgleichen kann. Dies führt zu einer unnötigen Verlängerung des Dokuments und kann den Anleger verwirren. Vielmehr kommt es auf die materiellen Inhalte an. Die Basis für die Anlageentscheidung muss jeweils ein aktuelles Dokument sein. Ist dies nicht der Fall, resultieren hieraus ggf. zivilrechtliche Ansprüche, unabhängig da-

von, ob die Zahl der Aktualisierungen auf dem VIB aufgedruckt ist. Hiermit besteht ein ausreichender Anleger-schutz. Daher sollte auf diese Anforderung verzichtet werden.

#### § 13 Abs. 6 VermAnlG n.F.

Die Hinweispflicht in § 13 Abs. 6 VermAnlG n.F. sollte eingeschränkt und inhaltlich abgeändert werden. Da auch Vermögensanlagen über Garantien verfügen können, sollte die Hinweispflicht nach § 13 Abs. 6 VermAnlG n.F. nur dann eingreifen, wenn die Rückzahlung gerade nicht gesichert und damit überhaupt erst ein Totalverlust möglich ist. Zudem sollte es statt „Rendite“ und „Ertrag“ besser Rendite- oder Ertragserwartung oder –chance heißen. Wenn tatsächlich ein gesicherter Ertrag vorliegt, besteht eben auch kein Risiko. Vgl. hierzu auch die Ausführungen zu § 12 Abs. 3 VermAnlG n.F. Beispielhaft möchten wir darauf hinweisen, dass aus unserer Sicht z.B. zwischen einer Namensschuldverschreibung und einer Inhaberschuldverschreibung desselben Emittenten kein unterschiedliches Risikopotential existiert. Ein Warnhinweis wäre aber nur bei der Namens-schuldverschreibung erforderlich. Aus unserer Sicht kann dies im Ergebnis für den Anleger jedoch irreführend sein.

#### § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F.

Die Verpflichtung, sich den Erhalt und die Kenntnisnahme des VIB bestätigen zu lassen, erscheint bedenklich. Während der Kunde den Erhalt bestätigen kann, ist unklar, ob und warum er auch die Kenntnisnahme bestäti-gen soll. Diese Bestätigung ist auch unter AGB-Gesichtspunkten fraglich. Weiterhin stellt sich die Frage, wie zu verfahren sein soll, wenn aufgrund des Vertriebswegs die Unterschrift nicht oder nur schwer zu erlangen ist (z.B. telefonische Beratung und anschließende Zeichnung per Brief). Möglicherweise sind Kunden auch nicht gewillt, eine Unterschrift zu leisten, da sie z.B. den Verlust möglicher Ansprüche fürchten. Sollen solche Kunden dann von Zeichnungen ausgenommen werden? Wie ist mit Kunden zu verfahren, die Selbstentscheider sind, die gerade keine Beratung oder weitere Services durch ein Wertpapierdienstleistungsinstitut in Anspruch nehmen und sich selbst informieren und denen daher vor Erwerb ggf. kein VIB angeboten werden kann? § 13 Abs. 7 VermAnlG sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

#### **Zu Nr. 14 bis 18 ff (§§ 15a bis 18 VermAnlG n.F.)**

Hinsichtlich der §§ 15a ff. VermAnlG n. F. muss ebenfalls kritisch festgestellt werden, dass damit Regelungen vorweggenommen werden, die im Rahmen der MiFID II-Umsetzung ggf. erneut an die dann europäischen Vor-gaben anzupassen sind.

#### **Zu Nr. 19 (§ 22 VermAnlG n.F.)**

Hinsichtlich § 22 Abs. 4a VermAnlG n.F. ist unklar, ob der Erwerber oder der Emittent darlegungspflichtig ist und wie daher zu entscheiden ist, ob der Erwerber die Rücknahme verlangen kann.

§ 22 Abs. 4a Nr. 2 und 3 VermAnlG n.F. sollten ersatzlos gestrichen werden. Vgl. hierzu die Ausführungen zu § 13 Abs. 6 und 7 VermAnlG n.F. Sofern eine Unterschrift weiterhin erforderlich sein sollte, ist nicht verständlich, warum ein Erwerber, der ggf. die Unterschrift verweigert hat, dennoch einen Anspruch auf Rücknahme haben sollte. Zudem erscheint die Folge der fehlenden Unterschrift als überzogen, da im Hinblick auf die sehr formalen Anforderungen, die in § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. normiert werden, schon kleine operative Fehler in der Umset-zung zu der drastischen Rechtsfolge führen können.

**Zu Nr. 20 (§ 24 VermAnlG n.F.)**

§ 24 Abs. 1 S. 1 VermAnlG n.F. bestimmt, dass Emittenten von Vermögensanlagen den Jahresabschluss um eine Kapitalflussrechnung zu erweitern haben, sofern es sich nicht um kleine Unternehmen i.S.d. § 267 Handelsgesetzbuch handelt. Eine Kapitalflussrechnung hat das Ziel, Transparenz über den Zahlungsmittelstrom eines Unternehmens herzustellen und die Veränderung der Liquidität im Zeitverlauf zu quantifizieren. Banken steuern ihre Liquidität jedoch nicht anhand der Kapitalflussrechnung, sondern unterliegen detaillierteren und umfassenderen Vorschriften zur Überwachung der eigenen Liquidität. Die Liquiditätsverordnung konkretisiert die Anforderungen des § 11 Abs. 1 Satz 1 Kreditwesengesetz, wonach Institute jederzeit ausreichend zahlungsbereit (liquide) sein müssen.

Wir sind der Auffassung, dass die Aufstellung einer Kapitalflussrechnung für Banken einen zusätzlichen administrativen Aufwand ohne entsprechenden Nutzen begründet. Aus diesen Gründen lehnen wir die Regelung des § 24 Abs. 1 S. 1 VermAnlG n.F. ab.

**Zu Nr. 26 (§ 32 VermAnlG n.F.)**

Der neue Absatz 10 enthält eine Übergangsvorschrift für Vermögensanlagen, die durch Erweiterung des Begriffs der Vermögensanlagen in § 1 Absatz 2 künftig erstmalig in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen. Sofern diese Vermögensanlagen bei Inkrafttreten dieses Gesetzes bereits öffentlich angeboten werden, können sie ohne Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben – insbesondere ohne Erstellung eines Verkaufsprospekts – noch bis zum 1. Juli 2015 weiter angeboten werden. Damit wird insbesondere vermieden, dass eine bereits begonnene Emission vorzeitig abgebrochen werden muss. Diese Übergangsvorschrift führt im Ergebnis dazu, dass z.B. Nachrangdarlehen, die mit einer bestimmten Laufzeit begeben werden, die über den 1. Juli 2015 hinausreicht, ab dem 1. Juli 2015 einer Prospektspflicht unterliegen. Aufgrund der vertraglichen Bindung besteht jedoch keine Möglichkeit, durch Verzicht auf das Finanzierungsinstrument für die Zukunft der Prospektspflicht zu entgehen. Es ist daher zu fordern, dass Sachverhalte, die vor Inkrafttreten der neuen Vorschriften nicht dem Anwendungsbereich des Gesetzes unterfielen, auch bis zum regulären Auslaufen der Verträge keiner Prospektspflicht unterliegen.

Darüber hinaus sollte das Verhältnis zu § 32 Abs. 5 bis 9 VermAnlG klargestellt werden. Nach unserem Verständnis findet auf die unter diese Vorschriften fallenden Vermögensanlagen das VermAnlG in seiner nach dem 21. Juli 2013 (und damit auch der nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes) geltenden Fassung keine Anwendung. Dies ist sachgerecht und sollte klargestellt werden.

### **Artikel 3: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes**

Der Begriff des Kleinanlegers ist dem deutschen Aufsichtsrecht fremd. Vielmehr unterscheidet man bislang zwischen Privatkunden, professionellen Kunden, geeigneten Gegenparteien nach dem WpHG bzw. Privatanlegern, semiprofessionellen Anlegern und professionellen Anlegern nach dem KAGB. Da das Gesetz sich dann zudem auf alle Kunden-/Anlegergruppen erstreckt (vgl. z.B. Regelungen zum WpHG, die nicht auf Privatkunden beschränkt bleiben), ist die Zielsetzung des Gesetzes unklar. Sofern dabei die in Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) verwandte Bezeichnung des Kleinanlegers aufgegriffen werden soll, weisen wir daraufhin, dass das WpHG den Begriff des Privatkunden in Umsetzung der Vorgängerrichtlinie nutzt, die ebenfalls diese Bezeichnung enthielt.

Der Entwurf greift Bestimmungen der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) sowie der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR) auf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese nach den europäischen Vorgaben derzeit noch nicht in deutsches Recht umzusetzen sind. Die konkretisierenden Bestimmungen zum Level 1-Text von MiFID II/ MiFIR sind derzeit noch vollkommen offen, da lediglich eine Konsultation der ESMA stattgefunden hat. Diese hat gezeigt, dass noch erheblicher Klärungsbedarf auf EU-Ebene besteht. Solange diese Klärung nicht erreicht ist und damit feststeht, wie die Level 2-Maßnahmen zu MiFID II und MiFIR aussehen, erscheint ein zeitliches Vorziehen beider Rechtsakte nicht praktikabel und wird daher von der Deutschen Kreditwirtschaft entschieden abgelehnt. Es birgt die Gefahr, dass die betroffenen Unternehmen zunächst unter erheblichem Kostenaufwand, soweit überhaupt möglich, eine Umsetzung des Kleinanlegerschutzgesetzes durchzuführen haben, nur um wenig später eine eventuell abweichende Regelung in Umsetzung der genannten Richtlinie und Verordnung und ihrer Ausführungsbestimmungen vorzunehmen, die ebenfalls wieder erhebliche Kosten verursacht. Nicht zuletzt würde ein Vorziehen der MiFID II-Bestimmungen aber auch mit erheblichen negativen Folgen für die Kunden verbunden sein, welche nachfolgend dargestellt sind. Die Vorwegnahme der Level 2-Regelung der AIFMD zum Begriff der geschlossenen Fonds im KAGB in seiner am 21. Juli 2013 in Kraft getretenen Fassung hat deutlich gezeigt, dass mit einer Vorwegnahme eine erhebliche Rechtsunsicherheit verbunden ist. Denn die Zurückweisung der Draft RTS erfolgte zu einem Zeitpunkt, als das KAGB bereits in Kraft getreten war. Dies führte bis zur Einigung auf EU-Ebene im Dezember 2013 und der Umsetzung in deutsches Recht im 2. Quartal 2014 zu erheblichen Unsicherheiten, die sich unvermeidbar zu Ungunsten von Kunden ausgewirkt haben.

Sofern ungeachtet der erheblichen negativen Folgen dennoch an einer frühzeitigen Umsetzung festgehalten werden sollte, möchten wir folgende Anmerkungen machen:

- Wir regen an, angesichts des laufenden Konsultationsprozesses auf Level 2 eine Regulierung jedenfalls des Zielmarkts nach § 33 Abs. 3 b WpHG n.F. im Wege einer Verordnungsermächtigung zu erwägen. Auch für die neu eingefügten Regelungen kann sich eine Änderung der WpDVerOV anbieten.
- Product Governance: Ausnahmen und Klarstellungen sind zwingend erforderlich (s.u.).
- Es muss eine angemessene Übergangsregelung geschaffen werden. Die Regelungen sind mit erheblichem, auch technischem Aufwand für die Unternehmen verbunden. Eine übereilte oder unvollständige Umsetzung kann nicht im Interesse des Gesetzgebers liegen, da sie dem Kundenschutz gerade nicht dient. Technischer Umsetzungsaufwand wäre ohne einen Rückgriff auf Übergangsregelungen im beabsichtigten Zeitplan schlichtweg nicht darstellbar. Deshalb sollte den Unternehmen eine angemessene Übergangsfrist eingeräumt werden, welche es ihnen erlaubt, in einem geordneten und überlegten Prozess die Umsetzung vorzubereiten und vorzunehmen.
- Es sollte in der Begründung des Gesetzes ausdrücklich festgestellt werden, dass bei der praktischen Umsetzung soweit wie möglich auf sich bereits konkret abzeichnende Ausführungsbestimmungen zu

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Richtlinie 2014/65/EU und Verordnung 600/2014/EU Rücksicht zu nehmen ist. Deutsche „Sonderwege“ bei der Umsetzung der zeitlich vorgezogenen Regelungen sind unbedingt zu vermeiden, da sie deutsche Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Risiko einer kostspieligen doppelten Umsetzung in weniger als zwei Jahren aussetzen würden. Dies gilt umso mehr, als einige der Regeln einen ganz erheblichen Umsetzungsaufwand nach sich ziehen werden. Aus demselben Grund sollte in der Begründung darüber hinaus auch klargestellt werden, dass bei verbleibender Unsicherheit über die „europäische“ Umsetzung im Zweifel erst einmal die für die Unternehmen mildere Umsetzungsalternative zu wählen ist, da hierdurch eine kostspielige Umsetzung nur für den Zeitraum der Geltung der deutschen Vorschriften vermieden wird.

- Wir sprechen uns dafür aus, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien aus dem Anwendungsbereich der dem Referentenentwurf zu entnehmenden Modifikationen des WpHG auszunehmen. Nach unserem Verständnis beabsichtigt der Referentenentwurf den Schutz von Privatkunden im Sinne des WpHG. Laut der Begründung zu Artikel 10 gebietet der Schutz von „Privatanlegern“ eine frühzeitige Umsetzung. Daher sollte es keinen Anlass zur Umsetzung auch für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien geben.
- Der Begriff der strukturierten Einlagen bleibt undefiniert. Aufgrund der unklaren Rechtsfolgen sollte eine vorgezogene Umsetzung dieses erweiterten Anwendungsbereiches der MiFID in jedem Fall unterlassen und die Umsetzung der europäischen Maßnahme abgewartet werden.

Aus unserer Sicht bedarf es insbesondere zu den Product Governance-Regelungen nach § 33 b) bis d) WpHG n.F. folgender Ausnahmen und Klarstellungen:

- **Beschränkung der Product Governance-Pflichten auf den Primärmarkt**

Die Deutsche Kreditwirtschaft ist der Auffassung, dass die Pflichten von konzipierendem und vertreibendem Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 33 b bis d WpHG n.F. auf den Primärmarkt beschränkt sein sollten. Der Sekundärmarkt hat für Investoren und Unternehmen eine hohe Bedeutung. Die Hürden für Marktteilnehmer aller Segmente dürfen nicht zu hoch sein, an diesen Märkten zu handeln und zu partizipieren:

Eine Ausweitung der Product Governance-Pflichten auf den Vertrieb im Sekundärmarkt würde zu höheren Kosten und höheren rechtlichen Risiken beim Vertrieb führen. Derzeit sind am deutschen Sekundärkapitalmarkt keine aktiven Vertriebsbeziehungen zwischen der Vielzahl der Emittenten und der Intermediäre vorhanden. Der Aufbau eines solchen Korrespondenznetzwerks ist angesichts hunderttausender Produkte faktisch unmöglich. Um die Auswirkungen einer dennoch eintretenden Product Governance-Verpflichtung zu begrenzen, würde der Vertrieb seine Produktpalette deutlich einschränken. Die erheblichen Folgen für Anleger wären: (i) Anleger könnten viele Finanzinstrumente nicht mehr von ihrem Kreditinstitut erhalten, ihre Portfolios wären z. B. nicht mehr so weitreichend diversifiziert wie bisher, das Ziel einer „open architecture“ würde also konterkariert, (ii) individuelle Risiken ließen sich nicht angemessen absichern und (iii) Ertragschancen nicht nutzen, (iv) die Möglichkeit zum Weiterverkauf wäre für die Investoren eingeschränkt.

Zudem laufen einige Pflichten, wie beispielsweise die Festlegung des Zielmarkts, dann leer, wenn Wertpapiere an einer Börse gelistet sind. Voraussetzung des Listings an einer Börse ist die grundsätzliche Möglich-

keit eines freien Handels in den Wertpapieren. Einen Zielmarkt gibt es dann nicht länger, da gerade Absicht des freien Handels ist, dass jedermann diese Wertpapiere erwerben kann. Hinzu kommt, dass der Sekundärmarkt an Börsen für Unternehmen eine hohe Bedeutung hat. Dieser ermöglicht es erst, Eigen- und Fremdkapitalemissionen bei Investoren zu platzieren, ohne diese dauerhaft an dieses Investment zu binden. Ohne die Möglichkeit, das Investment über die Börse wieder zu veräußern, wären die allermeisten Investoren nicht bereit, oder aus regulatorischen Gründen nicht in der Lage, Neuemissionen im Primärmarkt zu zeichnen. Die Hürden für Marktteilnehmer aller Segmente dürfen daher nicht zu hoch sein, an diesen Märkten zu handeln und zu partizipieren.

- **Anwendbarkeit der Product Governance-Regeln nach § 33 Abs. 3 c WpHG n.F. ausschließlich auf Finanzinstrumente, die vom Vertrieb aktiv beworben werden**

Die Product Governance-Regeln gemäß MiFID II und § 33 Abs. 3 WpHG n.F. beziehen sich nach Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft **ausschließlich auf Finanzinstrumente, die vom Vertrieb aktiv beworben werden**. Dies folgt aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft unter anderem aus der Formulierung „for sale to clients“ in Art. 24 (2) MiFID II. Wäre seitens des Level 1-Gesetzgebers die Anwendbarkeit der Product Governance-Regeln bei jeder Einräumung einer Erwerbsmöglichkeit von Finanzinstrumenten intendiert gewesen, so wäre dieser Passus schlichtweg überflüssig. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Gesetzgebungsorgane diesem Passus durch Aufnahme in den Level 1-Text einen eigenen Aussagegehalt beimessen wollten. Auch aus der Formulierung „offers or recommends“ in Art. 16 (3) UAbs. 6 MiFID II ergibt sich nach Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft eindeutig, dass nicht jede Form der Möglichkeit eines Erwerbs eines Finanzinstruments über einen Intermediär von den Product Governance-Regeln erfasst sein kann. Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft stellt es keine „offer“ oder „recommendation“ dar, wenn ein Intermediär aus der weltweiten Vielzahl von Produkten die Anzahl der Produkte auf einen bestimmten Kreis einengt und für diese die technischen und organisatorischen Voraussetzungen schafft, um dem Kunden über Online-Handel, Telefon oder Präsenzgeschäft eine Nachfrage nach diesen Produkten zu ermöglichen. Dies gilt spiegelbildlich für die Formulierung „angebotene oder vertriebene Finanzinstrumente“ nach § 33 Abs. 3 c WpHG n.F. Vielmehr können unter Zugrundelegung des maßgeblichen Wortlauts von Art. 16 (3) UAbs. 6 MiFID II und Art. 24 (2) MiFID II nach Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft nur solche Fälle unter den Anwendungsbereich der Product Governance-Regeln fallen, in denen ein Finanzinstrument aktiv beworben wird, d. h., dass das vertreibende Wertpapierdienstleistungsunternehmen ein Finanzinstrument durch eine konkrete Handlung in den Vordergrund rückt, die primär den Zweck verfolgt, den Kunden zum Erwerb des Finanzinstruments zu bewegen (absatzfördernde Zielrichtung).

- **Keine Verpflichtung des Emittenten zu Maßnahmen, sofern seine Produkte von Anlegern außerhalb des beschriebenen Zielmarkts erworben werden**

ESMA beabsichtigt weiter, den Emittenten zu angemessenen Maßnahmen zu verpflichten, sofern seine Produkte von Anlegern außerhalb des beschriebenen Zielmarkts erworben werden<sup>5</sup>. Hier weist die Deutsche Kreditwirtschaft vorsorglich darauf hin, dass der Vertreiber nicht zu bestimmten Maßnahmen verpflichtet werden darf und kann, soweit seine Produkte von Anlegern erworben werden, die nicht zu dem von ihm ins

---

<sup>5</sup> ESMA/2014/549 Consultation Paper MiFID II/ MiFIR, S. 50 ff., Q 18.

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Auge gefassten potentiellen Zielmarkt gehören. Der Umstand, dass Produkte von Anlegern erworben wurden, die nicht dem Zielmarkt entsprechen, besagt nichts darüber, ob das Produkt dem Interesse des Kunden entspricht. Ebenso wenig kann daraus geschlossen werden, dass der Produzent seiner Verantwortung nicht nachgekommen ist.

Es gibt in der Praxis keine Möglichkeiten, mit denen das konzipierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf sicherer Basis die Einhaltung des vom ihm beschriebenen Zielmarkts prüfen kann. Es kennt die Endinvestoren regelmäßig nicht, und kann dieses Mapping also nicht vornehmen.

Ferner kann es je nach Fall auch im Beratungsgeschäft sehr gute Gründe dafür geben, dass ein Anleger ein Finanzinstrument außerhalb des Zielmarkts erwirbt. Zu diesen Gründen können beispielsweise die individuelle Portfoliozusammensetzung des Anlegers, die spezielle Notwendigkeit einer Risikoabsicherung etc. gehören. Das konzipierende Unternehmen kennt diese Gründe, die aus Sicht des Anlegers für den Erwerb eines bestimmten Finanzinstruments sprechen, nicht. Der Emittent kann daher auch nicht beurteilen, ob ein bestimmtes Finanzinstrument für den individuellen Anleger geeignet ist. Aus diesem Grund kann und darf das konzipierende Unternehmen nicht verpflichtet sein, bestimmte Maßnahmen in Bezug auf ein Finanzinstrument zu treffen, wenn ein Anleger dieses erwirbt, ohne dass er dem vorgesehenen Zielmarkt angehört.

- **Keine Verpflichtung des Vertreibers zur Ergreifung von bestimmten Maßnahmen, falls er Kenntnis von bestimmten Umständen mit potentiellen Risiken für den Zielmarkt erlangt:**

Entsprechend beabsichtigt ESMA, den Vertreiber zu bestimmten Maßnahmen zu verpflichten, falls er Kenntnis von bestimmten Umständen mit potenziellen Risiken für den Zielmarkt erlangt<sup>6</sup>. Der Vertreiber sollte aus folgenden Gründen keine zusätzliche Pflicht zur Ergreifung von bestimmten Maßnahmen haben, falls er Kenntnis von bestimmten Umständen bezüglich potentieller Risiken für den Zielmarkt erlangt:

Bereits jetzt darf der Vertreiber in der **Anlageberatung** dem Kunden nur solche Produkte empfehlen, die für den Kunden geeignet sind, auch unter Berücksichtigung der von einem Produkt ausgehenden Risiken. Gelangt der Vertreiber zu der Erkenntnis, dass ein Produkt aufgrund der mit ihm verbundenen Risiken nicht zu einem Anleger passt, darf er dieses Produkt dem Anleger nicht empfehlen bzw. ggf. wird er dessen Veräußerung empfehlen. Weitergehende Maßnahmen oder Pflichten des Vertreibers sind nicht erforderlich.

Im **beratungsfreien Geschäft** kennt der Vertreiber dagegen die Risikotragfähigkeit /-bereitschaft des Anlegers nicht und hat diese auch nicht zu ermitteln. Der Anleger informiert sich selbst und trifft seine Entscheidungen eigenverantwortlich, ohne Einbeziehung seiner Bank. Da der Vertreiber die Entscheidungsgründe des Anlegers weder kennt noch bewerten kann, sollte er auch im beratungsfreien Geschäft keine Verpflichtung zu bestimmten Maßnahmen auferlegt bekommen.

---

<sup>6</sup> Ebenda.

- **Zielmarkt nur auf Basis abstrakter, produktbezogener Faktoren zu bestimmen**

Die Deutsche Kreditwirtschaft betont, dass der Begriff des Zielmarkts, der Art. 16 Abs. 3 der MiFID II und damit § 33 Abs. 3 WpHG n.F. zugrunde liegt, nach den Level 2-Maßnahmen noch völlig unbestimmt ist. Hier sollte zunächst die Ausgestaltung des aufsichtsrechtlichen Rahmenwerks in der Europäischen Union abgewartet werden, bevor die Umsetzung erfolgt, und nicht voreilig reguliert werden. Das Risiko einer voreiligen Umsetzung ist hier angesichts völliger Offenheit am höchsten und kann die Marktteilnehmer und vor allem auch die Anleger mit einer doppelten Anpassung und möglichen Wettbewerbsnachteilen belasten.

Für die Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffs des „Zielmarkts“ nach § 33 Abs. 3 b WpHG ist grundsätzlich zu berücksichtigen: Es ist dringend eine Klarstellung erforderlich, dass die konzipierenden Unternehmen nicht verpflichtet sind, bei der Beschreibung des Zielmarkts Begriffe zu verwenden, die gleichzeitig als Prüfkriterien für die Eignungstests beim konkreten Anleger gelten. Problematisch wäre beispielsweise die Vorgabe des konzipierenden Unternehmens mit Kriterien zur Risikobereitschaft (Eignungstest), ein Produkt sei für „konservative“ oder auch „wachstumsorientierte“ Anleger oder z. B. für Anleger mit „niedriger“ oder „mittlerer“ Risikobereitschaft geeignet. Denn die vertreibende Stelle wird ein eigenes abweichendes Verständnis von solchen Merkmalen haben, da nur sie den konkreten Anleger kennt. Daher muss mit der beschriebenen Klarstellung den praktischen Gegebenheiten und der allgemeinen Aufgabenverteilung zwischen Produzent und Vertrieb Rechnung getragen werden.

Begrüßt wird seitens der Deutschen Kreditwirtschaft, dass ESMA in Bezug auf die Pflichten der Produzenten einen „potential target market“ und eine Betrachtung der relevanten Anlegergruppen „auf theoretischer Basis“ anerkennt, da es für die Produzenten an einer direkten Kundenbeziehung fehle. Eine solche abstrakte, produktbezogene Sichtweise ist auch erforderlich, da der Emittent, wie bereits dargelegt, keinen Kundenkontakt hat.

**Insoweit ist eine Klarstellung erforderlich, dass der Produzent sich bei Beschreibung des Zielmarkts auf abstrakte, produktbezogene Faktoren bzw. Beschreibungen beschränken muss.**

- **Miterfüllung der Zielmarkt-Anforderungen gemäß MiFID durch Angaben gemäß PRIIPs-Verordnung**

Wir möchten in diesem Zusammenhang darauf hinweisen, dass sich auch in der „European Parliament legislative resolution of 15 April 2014 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for *packaged retail and insurance based* investment products (PRIIPs) (COM(2012)0352 – C7-0179/2012 – 2012/0169(COD))“ Regelungen zur Angabe eines Zielmarkts (Beschreibung des Verbrauchertyps, Art. 8, 3., b), iii)<sup>7</sup> und des Gesamtrisikoindiktors, Art. 8, 3., c), i))<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> (iii) a description of the consumer type to whom the PRIIP is intended to be marketed, in particular in terms of the ability to bear investment loss and the investment horizon;

<sup>8</sup> (i) a summary risk indicator, supplemented by a narrative explanation of the indicator, its main limitations and a narrative explanation of the risks which are materially relevant to the PRIIP and which are not adequately captured by the synthetic risk indicator;

finden. Wir sind der Auffassung, dass bei diesen Angabepflichten des Emittenten ein **harmonisiertes Vorgehen dringend erforderlich** ist. Nach unserem Verständnis ist die regulatorische Zielrichtung beider Angabepflichten identisch. Es macht daher keinen Sinn, die Vorgaben mit unterschiedlicher Ausgestaltung auf Level 2 zu versehen.

**Um eine einheitliche regulatorische Anforderung zu erreichen, könnte sowohl im Rahmen des MiFID Level 2 als auch in § 33 Abs. 3 b WpHG n.F. festgelegt werden, dass bei Erfüllung der o. g. PRIIPs-Angaben die Zielmarkt-Anforderungen miterfüllt sind.**

- **Keine negative Bestimmung des Zielmarkts**

Durch die positive Bestimmung eines potentiellen Zielmarkts hat das konzipierende Unternehmen der vertreibenden Stelle bereits eine Indikation gegeben, für welche Anleger das Produkt erstellt wurde. **Eine spiegelbildliche Bestimmung der Anleger, für die das Produkt nicht geeignet wäre, ist überflüssig und für den Anleger und den Vertrieb ohne Mehrwert.** Solch eine Vorgabe würde auch das Ziel der Anlageberatung konterkarieren, dem Anleger ein für ihn geeignetes Produkt empfehlen zu können. Der Kunde muss weiterhin die Möglichkeit haben, entweder in der Beratung oder im **beratungsfreien Geschäft** ein für ihn individuell geeignetes bzw. angemessenes Produkt erhalten zu können. Zudem muss es auch im **Beratungsgeschäft** möglich sein, Empfehlungen auszusprechen, die zwar nicht dem Zielmarkt des Emittenten entsprechen, wohl aber für den Kunden geeignet sind, beispielsweise weil hierdurch der Portfoliozusammensetzung Rechnung getragen wird und auf die Risiken des Portfolios für den Kunden und nicht auf Einzelrisiken abgestellt wird. So kann es im Rahmen der Anlageberatung z. B. unter Berücksichtigung der individuellen Portfoliozusammensetzung eines Anlegers sinnvoll sein, dass dem Anleger zur Beimischung ein Produkt empfohlen wird, von dem der Emittent ausgeht, dass es grundsätzlich nicht für den potentiellen Zielmarkt geeignet sei, zu dem der Anleger gehört.

- **Ausnahmen und Klarstellungen erforderlich**

Aus unserer Sicht bedarf es im Rahmen der Product Governance-Vorgaben weiter einiger Klarstellungen:

Es sollte klargestellt werden, dass die Bestimmung eines Zielmarkts keinen Einfluss darauf hat, dass Kunden dieses Produkt im beratungsfreien Geschäft erwerben können. Hierbei wird nur die Angemessenheit geprüft und zwar gemäß der eindeutigen Vorgabe in Artikel 19 Abs. 5 MiFID I / Artikel 25 Abs. 3 MiFID II / § 31 Abs. 5 WpHG ausschließlich anhand der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden.

Zweitens sind Ausnahmen von den vorgeschlagenen allgemeinen Product Governance-Anforderungen für bestimmte Arten von Produkten notwendig. Den im Konsultationspapier genannten Pflichten liegt erkennbar ein bestimmtes Bild von Produkten und deren Vertrieb zugrunde, aufbauend auf Anlageprodukten mit einer zugrunde liegenden Anlageidee (oder Strategie), die durch ein Vertriebsmodell in enger Koordination/Zusammenarbeit zwischen Produzent und Distributoren vertrieben werden.

Dieses zugrunde liegende Bild trifft für einen erheblichen Teil der auf dem deutschen Markt angebotenen Produkte für Retail-Investoren nicht zu. Eine große Anzahl der hier angebotenen Produkte, insbesondere Zertifikate und Optionsscheine, wird für die eigenständige Anlageentscheidung von selbst entscheidenden

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Anlegern produziert. Solche Anleger entscheiden über ihre Anlagen ohne Beratung, wie von der MiFID gestattet. Der Erwerb erfolgt über das Wertpapierdienstleistungsunternehmen (die Bank/den Broker), bei dem der jeweilige Anleger sein Depot unterhält.

Für diese Produkte gibt es kein Zusammenwirken zwischen konzipierenden Unternehmen und Intermediären. Eine Koordination zwischen dem jeweiligen Emittenten und den Hunderten von potenziellen Kundenbanken/-brokern – jeder Bank/jedem Broker, bei denen deutsche Kunden Depots unterhalten –, um dadurch erst die vorgeschlagenen Product Governance-Pflichten erfüllen zu können, ist praktisch unmöglich. Solche Produkte fallen auch nicht in den Anwendungsbereich der einschlägigen MiFID II-Bestimmungen: Sie wurden nicht „manufactured for sale to clients“, sondern – wenn man es auf den Punkt bringen will – „for acquisition by clients“. Aus unserer Sicht bedarf es daher einer entsprechenden Beschränkung der Product Governance-Pflichten im Wege einer Ausnahme für Produkte, die „manufactured for the acquisition by clients through investment firms which do not recommend such products“ geworden sind.

Darüber hinaus entsprechen viele Produkte zumindest auf dem deutschen Markt auch nicht dem, wie beschrieben, zugrunde liegenden „Produktbild“, weil sie z. B. in einer Vielzahl von Varianten für unterschiedliche Markterwartungen von Anlegern produziert werden.

Um einen angemessenen Umgang mit den genannten Produkten zu ermöglichen, für die, wie beschrieben, die den Product Governance-Pflichten zugrunde liegenden Risiken nicht vorliegen, sollte der Anwendungsbereich der Pflichten durch ausdrückliche Ausnahmen beschränkt werden; in diesem Fall müssten Produkte, bei denen der Emittent für den Vertrieb nicht mit Intermediären zusammenwirkt, vollständig von den Pflichten ausgenommen, und Produkte, bei denen weder eine bestimmte Anlageidee zugrunde liegt noch aufgrund ihrer Produktstruktur das Risiko von Fehlvorstellungen über ihr Funktionieren in der Praxis bestehen kann, zumindest von den Pflichten unter Rn. 6, 9 und 11 bis 15 sowie bei den Pflichten der Intermediäre von den Pflichten unter Rn. 21 und 25 – 27 in Abschnitt 2.7 des ESMA-Konsultationspapiers<sup>9</sup> ausgenommen werden. Alternativ könnte Emittenten und Intermediären auch aufgegeben werden, auf Grundlage einer Analyse der genannten Risiken im Wege von Policies über die Anwendbarkeit bzw. Nichtanwendung der Pflichten für konkrete Produkte zu entscheiden.

Im Detail haben wir darüber hinaus folgende Anregungen:

### a) Einfügungen in § 2 WpHG

Weder die Begriffe „die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf“ noch der Begriff der „strukturierten Einlage“ sind im WpHG definiert. Dadurch ist der Anwendungsbereich des Gesetzes unklar. Das KAGB kennt den Begriff des „Vertriebs“ (§ 293 Abs. 1 S. 1 KAGB). Dieser wird gesetzlich definiert und ist durch die BaFin auch ausgelegt worden. In den diesbezüglichen FAQ der BaFin<sup>10</sup> heißt es:

---

<sup>9</sup> AaO, S. 43 ff.

<sup>10</sup> Häufige Fragen zum Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach dem KAGB, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2137-2013/0293, [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq\\_kagb\\_vertrieb\\_erwerb\\_130604.html?nn=2696570#doc4043642bodyText2](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_kagb_vertrieb_erwerb_130604.html?nn=2696570#doc4043642bodyText2)

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

„Ein ‚Platzieren‘ ist nur bei einem aktiven Absatz von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens gegeben. Denn das Wort ‚Vertrieb‘ impliziert eine auf den Absatz von Anteilen oder Aktien gerichtete Aktivität des Vertreibenden. Das bloße Reagieren auf die Order eines Anlegers stellt somit keinen Vertrieb dar.“

### b) § 2 Abs. 4 S. 3 WpHG n. F.

Insgesamt stellt sich die Frage, was ein Verbraucher zu erwarten oder zu befürchten hat, wenn die BaFin den Vertrieb eines Finanzinstruments verbietet, das er bereits erworben hat. Sofern nur eine Beschränkung vorgenommen wird, sollte sichergestellt werden, dass die Unternehmen am Finanzmarkt diese verstehen können. Jedenfalls dann, wenn das jeweilige Finanzinstrument selbst als Produkt bereits umfassend reguliert ist, sollten die Maßnahmen der BaFin nach § 4b WpHG n.F. zurückhaltend ausgeübt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn das jeweilige Produkt wie z.B. OGAW-Fonds, Gegenstand einer europäischen Produktregulierung ist, die sogar einen Vertriebspass beinhaltet.

### c) § 33 Abs. 3b WpHG n. F.

Die Begründung sollte klarstellen, dass die Verpflichtungen des konzipierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens sich nicht auf einzelne Finanzinstrumente (Einzel-WKN/ISIN) beziehen, sondern vielmehr auf Produkttypen. Eine abweichende Auslegung würde nur zu einem zusätzlichen administrativen Aufwand der Wertpapierdienstleistungsunternehmen führen, ohne dem Kundenschutz zu dienen.

### d) § 33 Abs. 3c

In der Gesetzesbegründung sollte klar gestellt werden, dass die geforderte Beurteilung nur innerhalb der sich aus dem jeweiligen Tätigkeitskreis von Produzenten bzw. Distributoren ergebenden Erkenntnismöglichkeiten stattfinden kann. Auch bedarf es zumindest in der Umsetzung konkreter Vorgaben, wie hierbei das konzipierende und das vertreibende Unternehmen zusammenwirken sollen und was bei einem „negativen Befund“ jeweils zu unternehmen ist. Anderenfalls wäre eine dem Anlegerschutz nicht förderliche Vielfalt von formalen Zielmarktdefinitionen für ein Finanzinstrument zu befürchten.

Die regelmäßige Überprüfung kann dabei nur zukünftige Vertriebsaktivitäten im Blick haben und allenfalls Erkenntnisse aus dem bisherigen Vertrieb berücksichtigen. Nachgelagerte Pflichten für bereits erfolgte Vertriebstätigkeiten können sich daraus jedoch nicht ableiten.

### e) § 33 Abs. 3d

Weiterhin sollte klargestellt werden, dass sich die Angabe des Zielmarktes von der Geeignetheits- oder Angemessenheitsprüfung des Vertriebsunternehmens unterscheidet. So kann das konzipierende Unternehmen nur eine abstrakte Einstufung vornehmen. Ob aber unter Berücksichtigung der Kundenbesonderheiten, wie seiner Kenntnisse und Erfahrungen, seines sonstigen Portfolios und seiner Risikoneigung auch ein Finanzinstrument für einen Kunden geeignet sein kann, der nicht Teil des Zielmarkts ist, kann nur das vertreibende Unternehmen feststellen. Im Rahmen einer Empfehlung nach § 31 Abs. 4 WpHG muss ein Unternehmen daher vom Zielmarkt abweichen können. Dies sollte in der Begründung auch ausdrücklich aufgenommen werden.

Des Weiteren sollte klargestellt werden, dass im Rahmen des § 31 Abs. 7 WpHG der Zielmarkt keine Rolle spielen kann. Dasselbe sollte auch im Rahmen der Angemessenheitsprüfung des § 31 Abs. 5 WpHG zutreffen. Laut Entwurf ist der Zielmarkt unter Berücksichtigung des Anlagehorizonts des Endkunden sowie seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, die sich aus der Anlage ergeben können, zu bestimmen. Im Rahmen der Angemessenheit ist aber nur zu prüfen, ob der Kunde über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken in

## Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. September 2014

Zusammenhang mit der Art der Finanzinstrumente, Wertpapierdienstleistungen angemessen beurteilen zu können. Dabei kommt es gerade nicht auf den Anlagehorizont, was immer dieser Begriff, der bisher im WpHG oder in der WpDVerOV nicht zu finden ist, bedeuten mag, oder die Risikotragfähigkeit des Kunden an.

In der Begründung sollte zudem klar gestellt werden, wie Distributoren vorgehen sollen, wenn kein Zielmarkt bestimmt worden ist bzw. die Art der Bestimmung des Zielmarkts für den Distributor nicht klar genug ist. Zu denken ist hier an Finanzinstrumente, die durch Unternehmen konzipiert werden, für die das WpHG jedoch keine Wirkung entfaltet, also z.B. EU-Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Drittstaatenunternehmen oder Unternehmen, die keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind.

Weiterhin sollte klar gestellt werden, dass ein vertreibendes Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur auf existierende Informationen zurückgreifen, aber keine neuen anfordern muss. Stellt ein Unternehmen z.B. PIBs seinen Vertriebspartnern zur Verfügung, sollten keine weiteren Informationen zu den Finanzinstrumenten erforderlich sein, da PIBs zukünftig eine Angabe zum Zielmarkt enthalten (s.u.) und z.B. auch Risikohinweise etc. enthalten. Insoweit sollte in der Begründung ebenfalls klargestellt werden, dass die Verpflichtung auch durch Bereitstellung ohnehin bestehender Informationsmaterialien wie z. B. von PIBs erfüllt werden kann, wenn diese die genannten Voraussetzungen erfüllen.

Es sollten nur solche Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen, die zum Verständnis der Funktionsweise und der allgemeinen Risiken des Finanzinstruments erforderlich sind, da die eigentliche Beurteilung von Geeignetheit bzw. Angemessenheit Aufgabe des vertreibenden Unternehmens ist und bleiben muss.

#### **Artikel 4: Änderung des Wertpapierprospektgesetzes**

##### **Zu Nr. 7 (§ 36 Abs. 1a WpPG n.F.)**

Bei der Übergangsregelung wird auf den Zeitpunkt der Hinterlegung der endgültigen Bedingungen abgestellt. Sachgerecht wäre es jedoch, auf den Zeitpunkt der Billigung des Basisprospektes abzustellen.

Die Übergangsregelung würde in der vorgeschlagenen Fassung in der Praxis nicht zu einer Erleichterung führen, da sie den betroffenen Emittenten nicht ausreichend Zeit gibt, ihre Angebotsaktivitäten und Angebotsdokumentationen an den Wegfall des § 9 Absatz 2 WpPG anzupassen. Viele Basisprospekte werden auf täglicher oder beinahe täglicher Basis jeweils für eine Vielzahl von Endgültigen Bedingungen genutzt. In der vorgeschlagenen Fassung wären alle für laufende Basisprospekte ab dem Tag des Inkrafttretens des Gesetzes veröffentlichten Endgültigen Bedingungen in ihrer zeitlichen Gültigkeit bereits auf die Laufzeit des Basisprospektes beschränkt. Damit Emittenten auch für Angebote, die erst kurz vor Ablauf der Gültigkeit eines Basisprospektes beginnen, marktübliche Angebotszeiträume beibehalten können, kann dies nur durch erneute Hinterlegung endgültiger Bedingungen unter einem oder ggf. unter mehreren neuen über das Jahr verteilten Basisprospekten erfolgen. Dies bedeutet, dass die Emittenten viel genutzter Basisprospekte praktisch keine andere Wahl hätten, als die Veröffentlichung der entsprechenden Anschluss-Basisprospekte soweit vorzuziehen, dass alle auf Grund der alten Basisprospekte veröffentlichten Endgültigen Bedingungen noch während der gesamten für die jeweiligen Wertpapiere vorgesehenen Zeichnungs- oder Angebotsfrist genutzt werden können. Zugleich würde sie vor und nach dem Inkrafttreten des Gesetzes zu einem Ansturm auf die BaFin durch eine Vielzahl von Emittenten führen, die alle ihre Anschluss-Basisprospekte gegenüber dem üblichen Turnus von einem Jahr zeitlich nach vorne ziehen müssten.

Sachgerecht ist es unserer Auffassung nach daher, an die Billigung des Prospektes anzuknüpfen.

Wir sprechen uns dafür aus, dass die Hinterlegung von Endgültigen Bedingungen unter Fortgeltung des alten Rechts weiterhin noch unter allen gültigen Basisprospekten erfolgen darf, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Gesetzes bereits gebilligt waren oder für die ein Billigungsantrag bei der BaFin gestellt war.

## **Artikel 5: Änderung der Vermögensanlagen- Verkaufsprospektverordnung**

### **Zu Nr. 4 (§ 10 VermVerkProspV n.F.)**

§ 10 Abs. 4 VermVerkProspV n.F. sieht vor, dass der Verkaufsprospekt die voraussichtliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage mindestens für das laufende und das folgende Geschäftsjahr enthalten muss. Eine derartige Anforderung ist nicht praktikabel, da Zahlenmaterial zu künftigen Berichtszeiträumen nicht verlässlich prognostiziert werden kann. Finanzzahlen zur voraussichtlichen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sind - wenn sie unter bestimmten Annahmen überhaupt berechnet werden könnten - mit derart hohen Unsicherheiten behaftet, dass diese Darstellung für den Anleger keinen sinnvollen Informationsgehalt hätte. Für den Emittenten resultieren hieraus hohe Haftungsrisiken, wenn er gezwungen wird, Zahlenangaben quasi ins "Blaue hinein" zu machen. Der Absatz sollte daher gestrichen werden.

## **Zu Art. 6 – Änderung der WpDVerOV**

### **Zu § 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 3a WpDVerOV n.F.**

Um den Kunden zu erreichen, ist nach dem Willen des Gesetzgebers der angesprochene Zielmarkt auch explizit im Produktinformationsblatt (PIB) zu benennen. Korrespondierend hierzu soll § 5a Abs. 1 Satz 2 WpDVerOV um eine neue Nummer 3a ergänzt werden.

Nummer 3a bei § 5a WpDVerOV würde es erforderlich machen, die Produktinformationsblätter nach § 31 Abs. 3a WpHG in Verbindung mit § 5a WpDVerOV für einen einzelnen Aspekt – Angaben zum Zielmarkt – noch vor der Umsetzung der PRIIPs-Verordnung kurzfristig erneut anzupassen. Dies stellt eine nicht zu bewältigende Anforderung dar (so müsste z.B. allein eine größere Bank zwischen 5.000 und 7.000 Produktinformationsblätter überarbeiten).

Dabei ist derzeit offen, inwieweit Gleichklang mit der Regelung der PRIIPs-Verordnung bestehen wird. Nach Art. 8 para. 3 b) iii) der PRIIPs-Verordnung soll künftig in Key Information Documents die „Beschreibung des Verbrauchertyps, an den das PRIIP vermarktet werden soll, insbesondere was die Fähigkeit, Anlageverluste zu verkraften, und den Anlagehorizont betrifft“ aufgenommen werden.

Schließlich stellt sich bzgl. der neuen Angaben im PIB die Frage, ob die derzeit gesetzlich vorgeschriebene Seitenbegrenzung (maximal zwei, bei komplexen Produkten drei Seiten) für ein PIB angepasst wird. Vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Aufnahme einer zusätzlichen Angabe in vielen Fällen zu Überschreitungen der derzeit zulässigen Seitenzahl führen dürfte.

Wir plädieren daher dafür, zumindest die Umsetzung der PRIIPs-Verordnung insgesamt abzuwarten, insbesondere die Klärung der Details der Definition des Zielmarktes mit Blick auf PRIIPS und MiFID II. Die Veröffentlichung der PRIIPs-Verordnung im Amtsblatt der EU ist im September 2014 zu erwarten. Damit wird die zweijährige Anwendungsfrist in Gang gesetzt. § 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 3a WpDVerOV n.F. wäre damit eine reine Zwischenlösung für einen sehr kurzen Zeitraum.

**Artikel 10: Inkrafttreten**

Das Gesetz benötigt eine Übergangsfrist von einem Jahr aufgrund der zahlreichen Auflagen, die organisatorisch umzusetzen sind und entsprechenden Vorlauf benötigen.