

**Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv)  
zum Gesetzentwurf der Bundesregierung eines Gesetz zur Verbesserung des  
Anlegerschutzes  
(Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG)  
BT-Drucksache 15/3174 vom 24.05.2004**

## **Vorbemerkung**

Der vorliegende Entwurf umfasst aus verbraucherpolitischer Sicht zwei wesentliche Komplexe: die Regelungen im Wertpapierhandelsgesetz zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie und die Einführung einer Prospektpflicht für den Grauen Kapitalmarkt innerhalb des Verkaufsprospektgesetzes.

## **I. Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes - WpHG**

Nach dem Wortlaut des Gesetzentwurfs geht es um die Verbesserung des Anlegerschutzes. Die Regelungen im Wertpapierhandelsgesetz entsprechen nicht vollständig den Vorstellungen des vzbv von einem wirksamen Anlegerschutz.

Anlegerschutz beinhaltet sowohl den Funktionsschutz, hierunter versteht man den Schutz der Gesamtheit der Anleger, als auch den Individualschutz, also den Schutz der individuellen Interessen des einzelnen Anlegers. Der vorliegende Entwurf stellt allein auf den Funktionsschutz ab. Die weitgehende Verantwortung der Aufsichtsbehörden für eine ausreichende Informationsversorgung der im Markt agierenden Akteure bedarf jedoch einer privatrechtlichen, am Individualschutz orientierten Ergänzung des Haftungsrechts mit einer verbesserten Durchsetzbarkeit der Ansprüche des Anlegers.

Der vzbv fordert diesbezüglich seit langem hinsichtlich der Kausalität und der Verjährung einer besseren Durchsetzbarkeit von Ansprüchen geschädigter Anleger, namentlich eine Änderung der §§ 37b, 37c WpHG. Aber auch hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Vorschriften gibt es Anlass für einige Ergänzungen und Anregungen.

### **1. Veröffentlichung von Insiderinformationen und Haftung bei Verstößen**

#### **a) Insiderinformation im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG**

Der vzbv begrüßt die Definition der Insiderinformation als Schritt in die richtige Richtung. Jedoch sollte klargestellt werden, dass unter diesen Begriff nicht nur reine Ad hoc-Mitteilungen fallen sollten, sondern auch sonstige Fehlinformationen der Öffentlichkeit, etwa im Rahmen von Äußerungen bei Präsentationen, Analystenbesprechungen oder in der Hauptversammlung. Auch die von der Bundesregierung eingesetzte Corporate Governance Kommission sieht hier dringenden Handlungsbedarf. In ihrem Bericht aus dem Jahr 2001 heißt es unter Randziffer 182:

*„Eine derartige Haftung sollte indes nicht auf Verstöße gegen Ad hoc-Publizitätspflichten beschränkt sein; vorzugswürdig ist vielmehr die Einführung einer weitergehenden, allgemeinen zivilrechtlichen Haftung für Falschinformationen des Kapitalmarktes, die neben fehlerhaften Ad hoc-Mitteilungen namentlich auch fehlerhafte Angaben in Prospekten sowie sonstige Fehlinformationen der Öffentlichkeit, etwa im Rahmen von Äußerungen bei Präsentationen, Analystenbesprechungen oder in der Hauptversammlung, erfasst.“*

## **b) Befreiung von der Veröffentlichungs- und Mitteilungspflicht**

Nach § 15 Abs. 3 WpHG wird der Emittent unter bestimmten Bedingungen von der Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen befreit. Die Befreiung ist an folgende Bedingungen geknüpft:

- den Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten,
- keine Irreführung der Öffentlichkeit aufgrund der Befreiung und
- die Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation durch den Emittenten.

Diese Formulierung eröffnet einen sehr weiten Interpretationsspielraum, ist nicht trennscharf genug und führt so zu einem hohen Maß an Unsicherheit und Missbrauchspotential. Insbesondere das Merkmal „Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten“ eröffnet einen viel zu weiten Anwendungsbereich, da selbst Interessen von geringer Schutzwürdigkeit zu einer Befreiung führen können. In diesem Zusammenhang sollte einer korrekten Information des Marktes gegenüber den Interessen des Emittenten Vorrang eingeräumt werden. Die entsprechende Einschränkung muss deutlicher als Ausnahme von der Regel erkennbar werden.

Mit der Vorschrift soll die Entscheidung über die Nichtinformation der Öffentlichkeit in die Hände des Emittenten gelegt werden. Die bisherige Befreiungsprüfung durch die BaFin wird abgeschafft. Die BaFin wird lediglich nachträglich unterrichtet. Entgegen der Auffassung des Entwurfs reicht diese nachträgliche Benachrichtigung nicht aus. Vielmehr muss die Möglichkeit zur Befreiung von der Veröffentlichungspflicht mit einer gesetzlich festgeschriebenen, unverzüglichen Unterrichtungspflicht der Emittenten von dieser Entscheidung an die zuständige Behörde verbunden sein. Diese Möglichkeit wird den Mitgliedstaaten ausdrücklich in Artikel 6 Abs. 2 S. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie eingeräumt.

Die Bedenken, eine sofortige Benachrichtigung der BaFin würde eine Pflicht der Behörde zur Prüfung auslösen und zu einer Überlastung der Behörde führen, können nicht geteilt werden. Eine entsprechende Prüfung steht im Ermessen der BaFin. Sie kann eine Prüfung vornehmen, muss es aber nicht. Vielmehr erhält sie so sie die Möglichkeit, bei Auffälligkeiten sofort zu reagieren und etwaige Schäden präventiv abzuwenden. Eine nachträgliche Überprüfung würde lediglich repressive Maßnahmen zur Konsequenz haben. Durch die beabsichtigte Regelung begibt sich der Staat ohne Not seiner Kontrollmöglichkeiten zur Gewährleistung der Marktintegrität.

## **c) Einführung der persönlichen Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern**

Einer der wesentlichsten Punkte des 10-Punkte-Programms der Bundesregierung zur Verbesserung des Anlegerschutzes liegt im Bereich der Ausdehnung der Haftung für fehlerhafte Informationen des Kapitalmarktes. Hiermit kommt die Bundesregierung einer von den Anlegerschützern immer wieder geäußerten Forderung nach. Es muss klargestellt sein, dass jeder, der den Kapitalmarkt mit falschen Informationen versorgt, nicht nur strafrechtlich zur Verantwortung gezogen werden muss, sondern auch zum Schadensersatz verpflichtet ist. Dies erhöht die Abschreckungswirkung erheblich.

Zwar wurde der Kreis der Verpflichteten in § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG auch auf Personen, die im Auftrag des Emittenten oder auf dessen Rechnung handeln, erweitert. Jedoch haftet nach §§ 15 Abs. 6, 37b und 37c WpHG nur der Emittent unmittelbar für Pflichtverstöße. Damit zahlen letztlich alle Aktionäre einigen wenigen Aktionären aus ihrem Vermögen Schadensersatz. Dieser Rechtsfolge besitzt somit keinerlei Präventionswirkung.

Der vzbv fordert daher die Einführung einer persönlichen Haftung der dafür verantwortlichen Handelnden, insbesondere von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern.

#### **d) Kausalitätserfordernis beim Schadenersatzanspruch**

Die bisherigen Vorschriften erklären den Schaden, der **durch** die Unterlassung bzw. Veröffentlichung unwahrer Informationen entstand, als ersatzfähig. Der Anleger wäre nach den allgemeinen Grundsätzen beweispflichtig dafür, dass er durch die Unterlassung bzw. die Veröffentlichung zum Kauf oder Verkauf der Finanzinstrumente bestimmt wurde. Derartige innere Tatsachen sind kaum zu beweisen.

Der Gesetzgeber nimmt aus diesem Grund bei der börsenrechtlichen Prospekthaftung vom Grundsatz her an, dass das Börsenprospekt eine Stimmung erzeugt, auf Grund derer der Anleger die Wertpapiere erworben hat. Diese Fiktion gilt innerhalb der ersten sechs Monate nach erstmaliger Einführung des Wertpapiers. Der Prospektpflichtige kann jedoch nachweisen, dass das Wertpapier nicht auf Grund des Prospektes erworben wurde.

Der vzbv spricht sich nachdrücklich dafür aus, dass dieser Kausalitätsgrundsatz auch für die Insiderinformationen gelten muss. Daher sind folgende Passagen (Kursivdruck) des WpHG zu streichen:

- § 37b Abs. 1 WpHG: „*durch die Unterlassung*“ und
- § 37c Abs. 1 WpHG: „*der dadurch entsteht, dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut,*“

#### **e) Erleichterung der Schadensermittlung**

Neben dem Nachweis der Kausalität stellt sich für den Anleger zudem das Problem, seinen konkreten Schaden aufgrund des Unterlassens bzw. der Handlung nachzuweisen. Auch hier gelten die allgemeinen Grundsätze des Zivilrechts mit den daraus resultierenden prozessualen Folgen. Da der Marktpreis von Finanzinstrumenten von unterschiedlichsten Größen abhängt, wird es dem Anleger vielfach schwer fallen, darzulegen, welchen Anteil die Insiderinformation an der Kursänderung hatte.

Auch hier muss dem Anleger eine Beweiserleichterung zu Gute kommen. Der vzbv fordert diesbezüglich eine Pauschalierung des Schadens, wobei der Differenzbetrag zwischen dem tatsächlichen Kauf- bzw. Verkaufspreis und einem Referenzkurs zum Ansatz gebracht werden kann. Der zu Grunde zu legende Referenzkurs muss kurzfristige Kursschwankungen ausblenden, die auf andere externe Einflussgrößen zurückzuführen sein können. Im anglo-amerikanischen Raum wird dabei auf den durchschnittlichen Marktpreis des Finanzinstruments binnen 90 Tagen nach dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Angabe oder der verschwiegenen Umstände abgestellt.

Der vzbv schlägt daher jeweils eine Erweiterung der §§ 37b und 37c WpHG vor:

- „(7) Als Schaden ist dem Gläubiger der Unterschiedsbetrag zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis und dem durchschnittlichen Börsen- und Marktpreis des Finanzinstruments binnen 90 Tagen nach dem Bekanntwerden der tatsächlichen Insiderinformation zu ersetzen. Der Ersatzpflichtige kann geltend machen, dass ein Schaden nicht in dieser Höhe eingetreten ist. Die Geltendmachung eines über Satz 1 hinausgehenden Schadens ist nicht ausgeschlossen. „*

## f) Verjährung der Ansprüche

Nach §§ 37b Abs. 4 und 37c Abs. 4 WpHG verjähren die Ansprüche ein Jahr nach Kenntnis, spätestens drei Jahre seit dem Unterlassen bzw. der Handlung. Diese Frist ist zu kurz.

Der Bundesrat hatte sich wiederholt für eine deutliche Verbesserung der Verjährungsvorschriften im Kapitalmarktrecht ausgesprochen. Kern dieser Forderung ist die Angleichung der Verjährungsvorschriften an die regelmäßige Verjährung des Bürgerlichen Gesetzbuches (BGB) nach §§ 195, 199 BGB. Der Gesetzgeber geht davon aus, dass von der regelmäßigen Verjährung nur dann abgewichen wird, wenn zwingende Sachgründe dies erfordern.

Solche Sachgründe sind nicht ersichtlich. Die Schnelligkeit des Geschäftsverkehrs als besondere Gegebenheit des Wertpapierbereichs kann diesbezüglich nicht als Rechtfertigung gelten. In Großbritannien sind in diesem Gebiet Verjährungsfristen von 6 Jahren nach Kenntnis üblich. In der Schweiz liegen die Fristen zwischen 5 und 10 Jahren. Der vzbv schließt sich hingegen der Auffassung des Bundesrates an, nach der keine zwingenden Sachgründe für eine Verkürzung der Verjährungsfristen vorliegen. Sowohl die Ansprüche aus Prospekthaftung als auch die Ersatzansprüche nach dem Wertpapierhandelsgesetz unterscheiden sich nicht grundlegend von anderen Ansprüchen des BGB, die sich aus der Inanspruchnahme berechtigten Vertrauens ableiten bzw. auf einer Pflichtverletzung beruhen und der regelmäßigen Verjährung unterliegen.

Schließlich gilt auch und gerade für den Kapitalmarkt das Gebot des effektiven Rechtsschutzes. Diesem Gebot widerspricht die im Gesetz festgeschriebene Verjährungsfrist. Ein Beispiel dafür, dass die Frist nicht ausreicht, bietet der Fall Biodata. Bei diesem - inzwischen insolventen - Software-Unternehmen des Neuen Marktes hatte das ehemalige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) einen Verstoß gegen die Ad hoc-Publizitätspflicht für möglich gehalten. Biodata hatte nämlich am 24.8.2000 einen angeblichen Großauftrag in Australien gemeldet (mit der Lieferung von bis zu 6.000 Firewalls sollten 20 Millionen Euro Umsatz erzielt werden). Erst im Oktober 2001, also mehr als ein Jahr später, teilte das Unternehmen mit, der Auftrag sei nicht zustande gekommen.

Der vzbv fordert daher eine **Streichung der §§ 37b Abs. 4 und 37c Abs. 4 WpHG**. Gleiches gilt für **§ 37a WpHG**.

## 2. Die Verschwiegenheitspflicht - § 8 WpHG

Das WpHG richtet sich stärker an die Aufsicht als an die Anleger und übernimmt damit kaum drittschützende Wirkung im Hinblick auf die Anleger. Der sich hierauf begründende Ansatz der BaFin, vorrangig die Schutzfunktion der Märkte in ihrer Arbeit zu verfolgen, wird dann zwiespältig, wenn ihr Tatsachen bekannt sind, die den Anleger maßgeblich dabei unterstützen könnten, seine Ansprüche gerichtlich durchzusetzen, diese Tatsachen bzw. Ermittlungsergebnisse aber trotzdem - mit dem Hinweis auf die Verschwiegenheitspflicht - nicht veröffentlicht werden.

So kommt es vor, dass Anwälte erst im Rahmen von Strafverfahren bei der Akteneinsicht feststellen müssen, dass der BaFin wichtige Informationen, die bei der zivilrechtlichen Durchsetzung von Ansprüchen erforderlich gewesen wären, tatsächlich vorgelegen haben.

Im Rahmen der Aufsichtspraxis wird dem durch Fehlverhalten aufgefallenen Finanzunternehmen (u.a. Fehl- bzw. Falschberatung, falsche, unvollständige oder unterlassene Information, Betrugstatbestände) eine Geldstrafe auferlegt, die im Zweifelsfall jedoch in einem völligen Ungleichgewicht zu dem den Anlegern entstandenen Schaden stehen kann. Da aufgrund der Verschwiegenheitspflicht der Behörde keine Informationen zu den Hintergründen offengelegt werden können, wird so eine faire Informationslage unterbunden, die es dem

Anleger ermöglicht hätte, sich ein korrektes Bild von der Rechtslage zu verschaffen, um seine Schadensersatzansprüche geltend machen zu können.

Beim Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und der Wirtschaft sollte dem Individualschutz der Anleger eine größere Bedeutung beigemessen werden. Denn die Möglichkeit, durch eine erhöhte öffentliche Transparenz von Fehlverhalten individuelle Schadensersatzansprüche verbessert durchsetzen zu können, wird eine abschreckende Wirkung haben und damit langfristig das Vertrauen in die Finanzmärkte steigern.

Wir schlagen daher vor, § 8 Abs. 1 WpHG am Ende durch den folgenden Satz zu ergänzen:

*„Die Verschwiegenheitspflicht findet ihre Grenzen, soweit geschädigte Anleger Auskünfte benötigen, um berechnete Forderungen geltend zu machen.“*

Es muss auf jeden Fall eine Möglichkeit geschaffen werden, die Erkenntnisse der BaFin, die ein geschädigter Anleger im Zivilprozess benötigt, ins Verfahren einzubringen. Der heutige Zustand birgt einen doppelten Widerspruch. Vom Verbraucher werden auf Grund der Anspruchsvoraussetzungen Informationen verlangt, die nur der Staat (die Behörde) kennt. Andererseits verlangt aber der gleiche Staat (das Gericht) den Beweis von Umständen, die ihm nachweisbar bekannt sind.

### **3. Analyse von Finanzinstrumenten - § 34b WpHG**

#### **a) Offenlegung von Interessenkonflikten**

In der derzeitigen Fassung des § 34 b Abs. 1 WpHG werden die Umstände definiert, bei denen Interessenkonflikte im Rahmen der Wertpapieranalyse offengelegt werden müssen. Dort heißt es:

*„Eine Verpflichtung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zur Offenlegung im Rahmen der Wertpapieranalyse besteht insbesondere dann, wenn es oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen*

- 1. an der Gesellschaft, deren Wertpapiere Gegenstand der Analyse sind, eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1 Prozent des Grundkapitals hält,*
- 2. einem Konsortium angehört, das die innerhalb von fünf Jahren zeitlich letzte Emission von Wertpapieren der Gesellschaft, die Gegenstand der Analyse sind, übernommen hat, oder*
- 3. die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.“*

Damit werden Regelbeispiele gesetzlich definiert, die Interessenkonflikte begründen. Statt dieser gesetzlichen Regelung soll diese Frage künftig nach § 34b Abs. 7 WpHG in einer Rechtsverordnung geregelt werden. Der vzbv spricht sich für eine Beibehaltung der bisherigen Regelung aus, da den Regelbeispielen eine Indizwirkung zukommt. Es bleibt dem Gesetzgeber unbenommen, darüber hinausgehende Regelungen per Verordnung zu regeln.

#### **b) Sonderregelung für Journalisten**

Durch § 34b Abs. 4 WpHG wird festgelegt, dass die Bestimmungen des § 34b Abs. 1 WpHG nicht für Journalisten gelten, die Finanzanalysen erstellen, sofern die BaFin feststellt, dass diese einer entsprechenden Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen. Damit würde für ihre Finanzanalyse nicht zur Voraussetzung gemacht, dass sie die Grundsätze von *Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit* zu beachten haben.

Da Analyseaussagen in den Medien einer besondere Breitenwirkung unterliegen, ist es nicht nachvollziehbar, ausgerechnet dem Kreis der Journalisten eine Sonderregelung hinsichtlich der in Absatz 1 geltenden Bestimmungen einzuräumen. Die in der Gesetzesbegründung angeführte Selbstkontrolle durch die Organisationsstruktur innerhalb der Medien kann von den oben genannten Grundsätzen nicht befreien.

#### **4. Einführung einer Haftung der Abschlussprüfer (bisher nicht geregelt)**

In den Skandalen der Vergangenheit haben Abschlussprüfer vielfach eine verheerende Rolle gespielt und versagt, was unter anderem auch darin begründet war, dass sie mit dem Management, das sie zu kontrollieren hatten, zu eng zusammengearbeitet hatten. Abschlussprüfer sollten ursprünglich unter anderem auch für die Aktionäre bestätigen, dass die Organe der Gesellschaft ordnungsgemäß gearbeitet haben. Sie sollen vertrauensbildend wirken. Von dieser Funktion ist leider nicht viel geblieben. Dies muss sich ändern; das Testat muss wieder mehr Aussagekraft gewinnen.

Im Maßnahmenkatalog der Bundesregierung zur Stärkung von Unternehmensintegrität und Anlegerschutz ist eine Haftung von Abschlussprüfern vorgesehen. Es sollte eine Selbstverständlichkeit sein, dass Aktionäre für den Fall, dass sie auf die Richtigkeit des Testates vertrauen und dieses grob fehlerhaft erteilt worden ist, gegen den Abschlussprüfer einen eigenen Anspruch haben. Der vzbv fordert daher die Umsetzung des Maßnahmenkatalogs durch Aufnahme einer entsprechenden Vorschrift im WpHG. Wir schlagen folgenden Wortlaut vor:

*„Wer als Abschlussprüfer eines Emittenten eines Wertpapiers vorsätzlich oder grob fahrlässig an unrichtigen Angaben des § 20a Absatz 1 mitwirkt, insbesondere indem er einen inhaltlich unrichtigen Bestätigungsvermerk zum Konzernabschluss oder, in Ermangelung eines Konzernabschlusses, zum Jahresabschluss, erteilt oder eine inhaltlich unrichtige Bescheinigung über die prüferische Durchsicht eines Zwischenberichts ausstellt, haftet entsprechend § 37b.“*

## **II. Änderung des Verkaufsprospektgesetzes - VerkProspG -**

Der vzbv begrüßt generell die Erweiterung der Prospektpflicht auf Anlageformen auch des nicht geregelten sog. „Grauen“ Kapitalmarktes. In diesem Bereich besteht regelmäßig ein Transparenzmangel. Gerade weil in diesem Bereich Anlagemodelle keinen kontrollierteren bzw. vorgegebenen Grundstrukturen entsprechen müssen, besteht die konkrete Gefahr, dass diese Modelle bezüglich des Risikos und bzw. oder bezüglich der Ertragsaussichten tatsächlich eher dem Anbieter als dem Anleger nutzen. Eine eindeutige und belegbare Information ist damit von besonderer Bedeutung. Produkte, die auf diese Weise von vornherein unattraktiv sind, werden so für den Verbraucher klarer erkennbar.

Dies bezieht auch die von den Verbraucherverbänden gemachten Erfahrungen mit ein, dass manchen Verbrauchern bei näherer Befragung gar nicht bewusst war, welche Art von Geldanlage sie überhaupt erworben hatten, weil die Ausführungen des Vermittlers und die ungeordnet zur Verfügung gestellten Unterlagen geeignet waren, den wahren Anlagehintergrund zu verschleiern.

Schließlich kann neben der verbesserten frühen Aufklärung die Einführung einer Prospektpflicht aber auch dafür sorgen, dass falsche Versprechungen in Bezug auf das Produkt auch im Prospekt leichter nachweisbar und verfolgbar sind.

## 1. Anwendungsbereich - § 8f VerkProspG

### a) Zum Grundanwendungsbereich - § 8f Abs. 1 VerkProspG

Der Anwendungsbereich in seiner Grunddefinition deckt einen großen Teil der Beteiligungen ab, die im sog. Grauen Kapitalmarkt vermehrt auch zu Schädigungen von Verbrauchern geführt haben und führen. Eine Eigenheit des Grauen Kapitalmarktes bleibt aber nach wie vor auch seine potentielle Vielfältigkeit. Sollten Modelle entdeckt werden, die am Rande der Definition von Beteiligungen atypisch mit der selben potentiellen Gefahr Verbraucher schädigen könnten und von der o.g. durchaus weit gefassten Definition nicht erfasst werden, müsste Absatz 1 Satz 2 entsprechend erweitert werden.

### b) Die Einschränkungen des Anwendungsbereichs - § 8f Abs. 2 VerkProspG

Auch wenn die Prospektspflicht für Anbieter von Beteiligungen einen gewissen Aufwand bedeutet, bedeutet sie zunächst einmal nichts anderes, als dass man künftigen Vertragspartnern in geordneter und nachprüfbarer Form Informationen über das Anlagemodell an die Hand gibt. Da dies eigentlich eine Selbstverständlichkeit ist, sollten Einschränkungen dieses Grundsatzes nur dort zugelassen werden, wo in anderer geeigneter Weise Prüfung und Information bereits gewährleistet sind und eine zusätzliche Prospektspflicht aus der Sicht des Verbrauchers – und nicht des Anbieters – überflüssig erscheint.

Die bereits eingetretenen Schäden untermauern, dass eine Regulierung dieser Aspekte nicht durch den Markt erfolgt, also staatlicherseits erforderlich ist. Es muss aber prinzipiell von jedem Anbieter verlangt werden, seine Geschäftsmodell für seine Vertragspartner in einer für ihn als Anbieter verbindlichen Weise aufzuschreiben. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf mögliche Risiken.

### (1) Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften - § 8f Abs. 2 Nr. 1 VerkProspG

Auch wenn etwa über § 11a des Gesetzes betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften eine gewisse gerichtliche Kontrolle bei der Eintragung ausgeübt wird, die sogar die Gefährdung der finanziellen Belange der Genossen beinhaltet, halten wir einen generellen Ausschluss von Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften für nicht unterstützenswert.

Die Verbraucherzentralen haben negative Erfahrungen mit zahlreichen Wohnungsgenossenschaften gemacht, die durch das o.g. Gesetz erfasst werden, weil Anbieter des Grauen Kapitalmarktes die Konstruktion der Wohnungsbaugenossenschaft wählen. Statt auf Wohneigentumsbildung zielen die entsprechenden Angebote auf Anlange von Beteiligungskapital, und es wird mit „Spitzenrenditen“ geworben. Hinzu kommt, dass diese Angebote vor allem auf Steuerspareffekte abzielen. Begünstigt wird dies durch die Rechtsprechung des BFH, der mit seinem Urteil vom 15.01.2002 entschieden hat, dass die Gewährung der Eigenheimzulage gemäß § 17 EigZulG nicht voraussetzt, dass der Anspruchsberechtigte irgendwann im Förderzeitraum eine Wohnung der Genossenschaft zu eigenen Zwecken nutzt.

In den letzten Jahren gründeten sich daher mehrere Wohnungsbaugenossenschaften, die nicht mehr in erster Linie auf Verkauf oder Vermietung günstigen Wohnraumes ausgerichtet sind, sondern auf hohe Ausschüttungen. Einige Anbieter entwickelten sogar zugleich Konzeptionen, die eine Auflösung der Genossenschaft wenige Jahre nach Ablauf des achtjährigen Förderzeitraumes vorsehen. Hierbei handelt es sich um Kapitalsammelstellen statt um Gesellschaften im Sinne des klassischen Genossenschaftsgedankens, die mit Werbeslogans wie z.B. „zur Vermögensbildung und zur Altersvorsorge gut geeignet“ beworben werden.

Damit besteht in diesem Segment auch nach vorsichtiger Einschätzung ein erhöhtes Risiko, dass sich eine Entwicklung wiederholen kann, bei der schon einmal erhebliche Verluste von Anleger- und Steuergeldern eingetreten sind. Die entsprechenden Modelle waren in den 90er Jahren im Zusammenhang mit dem 5. Vermögensbildungsgesetz vertrieben worden. Auch hier hatten Anbieter die Gesellschaftsform der Genossenschaft und die staatliche Förderung missbraucht, um letztlich genau das Gegenteil des Vermögensbildungsgesetzes zu erreichen, nämlich eine massive Vermögensvernichtung.

Auf Grund der großen Wiederholungsgefahr hatten wir bereits im Vorfeld von einer Ausnahme im Sinne der Ziffer 1 dringend abgeraten, wir lehnen sie weiterhin mit Nachdruck ab.

## **(2) Zu den weiteren Ausnahmen - § 8f Abs. 2 Nr. 3 - 8 VerkProspG**

Wir erkennen die Notwendigkeit einer die Prospektpflicht einschränkenden Regelung an, auch wenn dies prinzipiell die Gefahr bedeutet, dass sich Anbieter diese Einschränkungen zu Nutze machen können, Anlagen so zu gestalten, dass sie sich der Prospektpflicht gezielt und entgegen unserer gemeinsamen Absicht entziehen.

In den genannten Ausnahmen gibt es eine Reihe von Fällen, in denen Probleme nicht erwartet werden. Dazu zählt die Ziffer 5, allerdings unter der Voraussetzung, dass der Verbraucher ohne Mühe auf den bereits veröffentlichten Prospekt zugreifen kann. Das gleiche gilt für die in Ziffer 7 genannten Emittenten, allerdings unter dem Vorbehalt, dass es hier zu keinem Missbrauch kommt, sowie für Ziffer 4.

Sehr problematisch sind jedoch die Einschränkungen nach Ziff. 3. Die quantitativen Grenzen sind willkürlich gezogen und nicht nachvollziehbar.

Völlig unangebracht ist die Ausnahme von der Prospektpflicht bei Anteilen ab 50.000 € Mindestpreis. Dies konterkariert den Gesamtzweck der Regelung. Die Regelung wurde offenbar dem Art. 8 der Transparenzrichtlinie entlehnt. Dort dient die Stückpreisgrenze der Unterscheidung zwischen Verbrauchern und professionellen Anlegern. Die Fälle mit kreditfinanzierten Fondsanteilen haben jedoch gerade gezeigt, dass derartige Obergrenzen leicht auch durch den normalen Verbraucher erreicht werden. Die hier beabsichtigte Regelung würde gefährlichen Modelle erheblich fördern. Die durchschnittliche Beteiligungssumme an einem Fonds liegt nach Auskünften von Experten nur knapp unterhalb des Betrages von 50.000 €. Dies zeigt, dass eine Befreiung bereits ab 50.000 € ungeeignet und höchst gefährlich ist.

Auch die übrigens Eingrenzungen können ohne weiteres durch entsprechende Gestaltung ausgenutzt werden – ohne dass die Beteiligungsmodelle dadurch weniger intransparent bzw. riskant und damit aufklärungsbedürftig wären. Warum sollte ein Verbraucher, nur weil er mehr Geld anlegt, kein Recht auf verbindliche Information haben?

Wenn es aber gleichwohl bei einer Nennung von Zahlen bleiben soll, dann sollten die entsprechenden Beträge erheblich erhöht und additiv („und“ statt „oder“) miteinander verbunden werden. Außerdem sollte die Ziffer 3 den folgenden Zusatz bekommen:

*„es sei denn die Angebote richten sich an Verbraucher im Sinne von § 13 BGB.“*

Ein weiterer Vorteil der entsprechenden Ergänzung wäre, dass hierdurch Ziff. 4 entbehrlich würde.

Fazit: Für Verbraucher darf es keine Bagatellgrenzen geben, da diese lediglich zur Umgehung der Prospektpflicht einladen.

Im Hinblick auf Ziffer 6 und dort konkret in Bezug auf § 2 Nr. 2 VerkProspG sehen wir die Gefahr, dass ein „begrenzter Personenkreis“ künstlich leicht erzeugt werden kann. Es gibt unseriöse Modelle, die damit arbeiten, begrenzte Gruppen zu schaffen, um mit der Vorstel-



lung der Exklusivität zu werben. Die pauschale Begrenzung auf einen undefiniert „begrenzten“ Kreis bietet bei nicht näherer Konkretisierung, wie groß dieser sein darf, nach welchen Bedingungen sich die Begrenzung bestimmt usw. die größte Missbrauchsgefahr und sollte daher überdacht werden. Hier sollte deutlich gesagt werden, welche Gruppen konkret ausgenommen seien sollen.

Es gibt aber noch einen weiteren Aspekt, der gebietet, dass Einschränkungen nur in wenigen Fällen vorgenommen werden sollten. Existiert für eine Vielzahl von Anlagen eine Prospektspflicht, kann mit Hilfe der weiteren Ausgestaltung per Rechtsverordnung eine deutlich verbesserte Vergleichbarkeit von Angeboten erreicht werden. Der Verbraucher als finanzieller Laie kann so in die Lage versetzt werden, die Vor- und Nachteile verschiedener Angebote miteinander zu vergleichen und eine Entscheidung auf der Basis harter Fakten statt nach Gefühl zu treffen. Bei der Vielzahl der heutigen Angebote haben es oft sogar Experten schwer, Vergleiche anzustellen und die versteckten Risiken rechtzeitig zu erkennen.

## **2. Verordnungsermächtigung bezüglich des Prospektinhalts - § 8g Abs. 2 VerkProspG**

Ein intransparenter Aufbau und eine unklare Ausdrucksweise kann mit dazu beitragen, dass der Verbraucher wesentliche Eigenschaften des Produkts und der Produktart überliest bzw. nicht ausreichend präsentiert bekommt.

Wir begrüßen die in § 8g Abs. 2 vorgesehene Verordnungsermächtigung. Sie sollte dazu genutzt werden, eine transparente und auf die wesentlichen und wichtigen verbraucher-schützenden Aussagen konzentrierte strukturierte Darstellung zu verlangen, die eine Vergleichbarkeit verschiedener Angebote erleichtert. Gegebenenfalls wäre dazu der Regelungskatalog des Absatz 2 zu ergänzen. Der Verkaufsprospekt muss die notwendigen Angaben in einer möglichst übersichtlich gestalteten Gliederung enthalten. Er muss kurz, aber vollständig die Anlage einschließlich der Risiken beschreiben. Ein Prospekt, der zum fast unlesbaren Beipackzettel wird, erfüllt seinen verbraucherschützenden Zweck nicht.

Außerdem müssen alle bei unterlassenen Angaben oder Abweichungen anspruchsbegründenden Aussagen in hinreichend konkreter Weise aufgeführt sein, um eine Haftung auszulösen.

## **3. Geprüfter Jahresabschluss und Lagebericht - § 8h VerkProspG**

Dass gemäß Absatz 2 auf einen geprüften Jahresabschluss- und Lagebericht verzichtet werden kann, ist unter Einschränkungen hinnehmbar, weil ein entsprechender Warnhinweis in den Prospekt aufzunehmen ist. Gerade dieser Umstand macht aber deutlich, dass die Prospektspflicht in diesem Bereich jedem Anbieter zumutbar ist und es unscharfer und gefährlicher Ausnahmen, wie der oben genannten „Bagatellegrenze“ (§ 8f Abs. 2 Nr. 3) nicht bedarf.

#### **4. Kein Automatismus bei der Hinterlegung - § 8i VerkProspG**

Die Regelung, dass die nicht fristgerechte Entscheidung der Bundesanstalt keine Gestattung bedeutet, ist unbedingt beizubehalten. Etwas anderes darf nach unserer Ansicht nur dann gelten, wenn der Anbieter seinen Prospekt von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer nach Maßstäben des IDW S4 oder auf einem mindestens eben so hohem Niveau hat testieren lassen. Diese Prüfung hat sich nicht nur auf die Vollständigkeit sondern auch die Richtigkeit der Aussagen und die Plausibilität zu erstrecken, wobei dieser Anforderung nur solche Prospekte gerecht werden können sollten, die die Risiken in deutlicher Form auflisten. Die IDW S4-Maßstäbe sind nach unseren Informationen anerkannt. Entsprechende Testate werden von Anbietern, die Wert auf Seriosität legen, ohnehin bereits eingeholt. Die von einer Reihe von Anbietern und ihren Verbänden erhobene Forderung nach einer Genehmigungsfiktion bei Fristüberschreitung durch die BaFin lehnen wir mit Nachdruck ab.

#### **5. Haftung bei fehlerhaftem bzw. fehlendem Prospekt - §§ 13, 13a VerkProspG**

Die Sanktionen in Bezug auf einen fehlerhaften bzw. fehlenden Prospekt sind angemessen, die Umsetzung in diesem noch unregulierten Markt bleibt abzuwarten.

An dieser Stelle sei aber darauf hingewiesen, dass die Verjährung innerhalb von drei Jahren nach Abschluss des Erwerbsgeschäftes (in Bezug auf § 46 Börsengesetz in Verbindung mit § 13 VerkProspG sowie § 13a Abs. 5 VerkProspG) für Geldanlagen zu kurz bemessen ist. Gerade Anbieter problematischer oder gar unseriöser Geldanlagen wie z.B. so genannter Schneeball-Modelle, bei denen Scheinrenditen aus den Beteiligungsgeldern neuer Kunden finanziert werden, haben großes Geschick darin, Konstruktionsfehler der angebotenen Produkte über wesentlich längere Zeiträume hinweg zu verschleiern.

Daher verbieten sich bei langfristigen Anlagen kurze Verjährungsfristen. Wir hatten bereits ausgeführt, dass wir uns für die Heraufsetzung der Verjährungsfrist auf zehn Jahre aussprechen.

Berlin, den 23.06.2004  
Fachbereich Finanzdienstleistungen  
Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv)  
fdl@vzbv.de