

Deutsche Bundesbank · Postfach 10 06 02 · 60006 Frankfurt am Main

Per Email: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Zentrale

Wilhelm-Epstein-Straße 14  
60431 Frankfurt am Main

Telefon: 069 9566-0  
Telefax: 069 9566-3077

presse-information  
@bundesbank.de  
[www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

SWIFT      MARK DE FF

Ihr Zeichen

Unser Zeichen  
F 11-2

Name, Telefon/Telefax  
Droll  
069 9566-8762

Datum  
29.06.2009

## Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum Thema „Grauer Kapitalmarkt“

Sehr geehrter Herr Oswald,

anbei erhalten Sie unsere Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum Thema „Grauer Kapitalmarkt“ am 1. Juli 2009.

Mit freundlichen Grüßen

DEUTSCHE BUNDESBANK

*gez. Mörke*

*gez. Gierenstein*

## Öffentliche Anhörung zum Thema „Grauer Kapitalmarkt“ am 1. Juli 2009

### Schriftliche Stellungnahme

#### 1. Grundsätzliche Anmerkungen: Elemente einer Regulierung zur Verbesserung des Anlegerschutzes

Unabhängig von den zur Zeit auf unterschiedlichen Ebenen diskutierten regulatorischen Lehren aus der Finanzkrise, die vor allem auf die Stabilität des Finanzsystems abzielen, gehört der Anlegerschutz seit jeher zu den zentralen Zielen der deutschen Finanzmarktregulierung. Für den Schutz der Privatanleger sind dabei aus unserer Sicht folgende Regelungsbereiche elementar:

- **Angemessene Information (Transparenz):** Der Anleger sollte über die wesentlichen Charakteristika des Anlageproduktes (Chancen-Risiko-Profil, Kosten des Produktes) in übersichtlicher und leicht verständlicher Form informiert werden.
- **Qualifizierter Vertrieb:** Der Vertrieb der Produkte sollte durch sachkundige Berater erfolgen, die umfangreichen Informations- und Beratungspflichten gegenüber dem Anleger unterliegen und damit informierte Anlageentscheidungen ermöglichen. Fehlanreize und Interessenkonflikte sind zu vermeiden, Vertriebsprovisionen müssen offengelegt werden.
- **Qualität sowie Seriosität des Anbieters:** Nicht nur die Vertrieber, auch die Anbieter von Anlageprodukten müssen über ausreichende Sachkunde verfügen. Dies könnte z.B. durch eine Erlaubnispflicht und eine laufende Aufsicht sichergestellt werden. Auch hier sind Fehlanreize und Interessenkonflikte zu vermeiden, in jedem Falle aber dem Anleger gegenüber offenzulegen.
- **Durchsetzung von Haftungsansprüchen:** Der Anleger muss in der Lage sein, etwaige Haftungsansprüche - gegenüber dem Anbieter und dem Berater - tatsächlich durchsetzen zu können.

Bei der Regulierung der genannten vier Bereiche ist ein **horizontaler Regulierungsansatz** vorzuziehen. Wirtschaftlich gleichwertige Produkte sollten jeweils einheitlichen Standards („same risk, same rules“) in Bezug auf Kundeninformation, Vertrieb und Anbieter unterliegen. Nur so lassen sich Wettbewerbsverzerrungen und Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage durch sektoral unterschiedliche Regelungen effektiv begrenzen oder sogar vermeiden.

## 2. Handlungsbedarf und Handlungsoptionen für den deutschen Gesetzgeber

Die **Regulierung in Deutschland** im Bereich des Grauen Kapitalmarkts **weist** mit Blick auf den Anlegerschutz **Lücken auf**. Diese Lücken sollten geschlossen werden. Dabei sollte jedoch die europäische Entwicklung in diesem Bereich berücksichtigt werden. Derzeit adressieren **auf europäischer Ebene zwei Initiativen** der EU-Kommission wesentliche Schwachpunkte des aktuell geltenden Anlegerschutzes.

- Die sogenannte **PRIPs** (Packaged Retail Investment Products)–Initiative der Europäischen Kommission zielt auf harmonisierte Standards v. a. für Fonds, Zertifikate und Versicherungsprodukte in den Bereichen „Angemessene Anlegerinformation“ und „Qualifizierter Vertrieb“.
- Ebenso besteht mit dem Richtlinienentwurf der EU-Kommission für die Verwalter alternativer Investmentfonds (**RL-E AIFM**) eine europäische Regulierungsinitiative, die grundsätzlich auch eine sektoral übergreifende Registrierung und Aufsicht bezüglich der Anbieter alternativer Investmentfonds umfasst, zu denen z. B. auch die Verwalter geschlossener Fonds gehören.

PRIPs-Initiative und AIFM-Richtlinienentwurf erfassen zentrale Aspekte des Anlegerschutzes. Dies schließt jedoch nicht aus, dass der deutsche Gesetzgeber in einzelnen Bereichen von der Möglichkeit Gebrauch macht, kurzfristig umzusetzende Maßnahmen zu ergreifen, die bis zur Umsetzung der europäischen Richtlinien gelten können. Im Vorgriff und in Ergänzung der geplanten europäischen Regelungen könnten auf nationaler Ebene folgende Maßnahmen grundsätzlich in Betracht gezogen werden, um den Anlegerschutz zu verbessern:

- **Ausdehnung des Finanzinstrumente-Begriffs**<sup>1</sup>: Durch eine solche Maßnahme würde eine Erweiterung der Aufsicht erreicht. Dabei könnten neben geschlossenen Fonds möglicherweise auch Beteiligungen (stille Beteiligungen, atypisch stille Beteiligungen, Kommanditbeteiligungen und Genossenschaftsbeteiligungen) aufgenommen werden, da diese erfahrungsgemäß einen hohen Schaden für die Anleger verursachen können. Es muss jedoch klar sein, dass eine Produktaufsicht nicht zu leisten ist. Mit der Ausdehnung des Finanzinstrumentebegriffs ginge jedoch einher, dass viele tausend Vermittler – einzelne Quellen gehen von bis zu 200.000 Vermittlern aus – als Anlage- oder Abschlussvermittler oder Anlageberater eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleitung im Sinne des § 1 Abs. 1a KWG erbrächten und somit nach KWG zu beaufsichtigen wären. Da eine so große Anzahl an Instituten jedoch im Rahmen der laufenden Aufsicht durch die Bundesbank nicht beaufsichtigt werden könnte, besteht eine zielführendere Lösung darin, eine an den Regelungen im § 34d GewO (für die Versicherungsvermittler) orientierte Aufsicht einzuführen.
- Verbesserte Möglichkeiten für **Anlegerklagen**: Es könnten z.B. im Bereich des Prospekthaftungsrechts<sup>2</sup> die Ausschlussfrist (bislang sechs Monate) sowie die Verjährungsfrist (bislang Verjährung drei Jahre nach Veröffentlichung des Prospekts) verlängert werden.

---

<sup>1</sup> § 1 Abs. 11 KWG; § 2 Abs. 2b WpHG.

<sup>2</sup> § 13 VerkprospektG i.V.m. §§ 44, 46 BörsG.

Wichtig erscheint uns, dass eine **nationale Regelung mit dem (künftigen) EU-Rechtsrahmen und dessen Umsetzung in deutsches Recht kompatibel** ist. Es **empfiehlt sich** deshalb unserer Meinung nach **nicht**, im Vorgriff auf die Ergebnisse der PRIPs-Initiative sowie der AIFM-RL **rein national ein umfassendes, horizontales Kapitalanlagerecht zu entwickeln**.

Im Sinne des Ziels einer besseren Rechtssetzung sollten nationalen Gesetzesinitiativen **Kosten-Nutzen-Analysen** vorgehen.

gez. Droll