

Vorsitzende des Ausschusses für  
Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz  
des Deutschen Bundestages  
Frau Ulrike Höfken, MdB  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

**Bundesverband der Deutschen  
Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR**

Schellingstraße 4  
10785 Berlin

Telefon (030) 20 21 - 0  
Telefax (030) 20 21 - 1900  
E-Mail: [info@BVR.de](mailto:info@BVR.de)

**Deutscher Sparkassen- und  
Giroverband e. V.**

Charlottenstraße 47  
10117 Berlin

Telefon (030) 2 02 - 0  
Telefax (030) 2 02 25-2 50  
E-Mail: [info@dsgv.de](mailto:info@dsgv.de)

Berlin, 21. Januar 2009

**Anhörung zum Thema „Verbraucherschutz und Finanzmärkte“ am 28. Januar 2009**

Sehr geehrte Frau Höfken,

wir danken Ihnen für Ihre Einladung vom 19. Dezember 2008 zur öffentlichen Anhörung des Ausschusses für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz des Deutschen Bundestages am 28. Januar 2009 zum Thema „Verbraucherschutz und Finanzmärkte“.

Ihrer Einladung kommen wir gerne nach. Wir gehen dabei davon aus, als Vertreter der deutschen Kreditwirtschaft eingeladen worden zu sein und möchten Ihnen daher eine gemeinsame Stellungnahme aller im Zentralen Kreditausschuss vertretenen Spitzenverbände der deutschen Kreditwirtschaft – also auch des Bundesverbandes deutscher Banken, des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands und des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken – zu Ihrem Fragenkatalog übersenden.

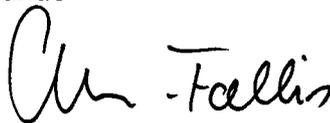
Mit freundlichen Grüßen

Für die beiden oben genannten Verbände



Gerhard Hofmann

Bundesverband der  
Deutschen Volksbanken und  
Raiffeisenbanken e. V.



Dr. Karl-Peter Schackmann-Fallis

Deutscher Sparkassen- und  
Giroverband e. V.

**Anlage**



# **ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS**

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E.V. BERLIN  
BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E.V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND E.V. BERLIN-BONN  
VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN E.V. BERLIN

**Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses  
zum  
Fragenkatalog  
zur öffentlichen Anhörung  
„Verbraucherschutz und Finanzmärkte“  
am Mittwoch, den 28. Januar 2009**

Berlin, den 21. Januar 2009

## **I. Einleitung**

Die aktuelle, in ihrem Ausmaß nicht vorhersehbare Finanzmarktkrise und die daraus resultierenden Verluste vieler Anleger haben dazu geführt, dass Kunden mit Blick auf Anlagen am Kapitalmarkt verunsichert sind und die Qualität der Anlageberatung hinterfragen. Die deutsche Kreditwirtschaft nimmt diese Entwicklung sehr ernst, da langfristige und vertrauensvolle Kundenbeziehungen im Bankgeschäft unabdingbar sind.

Es liegt daher im Interesse der deutschen Kreditwirtschaft, das Vertrauen der Anleger in die Anlageberatung zu stärken. Die aktuelle Diskussion zeigt, dass im Kern zwei Aspekte für die Anleger von besonderer Bedeutung sind: Eine verständliche und prägnante Information vor allem bei komplexeren Produkten sowie die Beratung entsprechend dem nachvollziehbaren Anlegerprofil des Kunden. Wir halten es daher für sinnvoll, den Kunden bei aktiv vertriebenen komplexeren Produkten eine kurze Information mit den wesentlichen Kriterien des Finanzinstruments an die Hand zu geben und hierbei auf eventuelle Risiken in verständlicher Form hinzuweisen. Ebenso sollte allen Anlegern der so genannte Kunden- oder „WpHG“-Fragebogen, in dem das Anlegerprofil dokumentiert wird, zur Verfügung gestellt werden. Das dokumentierte Anlegerprofil ist maßgebend dafür, welche Anlageprodukte dem Kunden empfohlen werden können. Für den Fall, dass ein nicht dem bisherigen Anlegerprofil entsprechendes Wertpapiergeschäft angestrebt wird, bedarf es einer gesonderten – dokumentierten – Information des Kunden.

Bezüglich der aktuell häufig kritisierten Anlageberatung möchten wir anmerken, dass eine noch so gute Beratung nur solche Risiken berücksichtigen kann, die zum Zeitpunkt der jeweiligen Empfehlung erkennbar sind. Die deutschen Kreditinstitute berücksichtigen bei der Anlageberatung entsprechend den Grundsätzen der anleger- und objektgerechten Beratung die Angaben des Kunden zu seinen Anlagezielen, seiner Risikobereitschaft, seinen Kenntnissen und Erfahrungen sowie seinen finanziellen Verhältnissen (Anlegerprofil) und empfehlen auf dieser Basis Finanzinstrumente, die auf Grund der aktuellen Marktlage für den Kunde geeignet sind. Daher konnten die – insbesondere seit September 2008 – eingetretenen, nicht vorhersehbaren Entwicklungen bei einer vor dieser Zeit liegenden Anlageberatung noch nicht berücksichtigt werden. Dies galt beispielsweise für die Insolvenz von Lehman Brothers. Aufgrund der Marktentwicklung kann daher auch eine ordnungsgemäße Beratung im Ergebnis Verluste der Anleger nicht ausschließen.

Gleichwohl sind bei einer Anlageberatung in Finanzinstrumenten wie auch bei Beratungen in anderen Wirtschaftszweigen individuelle Fehler nicht zu vermeiden; sollte es hierzu kommen, stehen die Kreditinstitute hierfür ein. Zur Durchsetzung von Ansprüchen stehen den Kunden zudem bei allen Verbänden Schlichtungsverfahren zur kostenlosen und unbürokratischen Klärung zur Verfügung, die sich seit Jahren auch aus Sicht der Verbraucherschützer bewährt und für zahlreiche andere Wirtschaftszweige zum Vorbild entwickelt haben.

Lassen Sie uns im Vorfeld unserer Antworten zum Fragenkatalog zudem noch kurz Stellung zu weiteren, aktuell diskutierten Maßnahmen nehmen:

- **Dokumentation des einzelnen Beratungsgesprächs**

Eine Anlageberatung in Finanzinstrumenten kommt im Vergleich zu Beratungen beispielsweise bei Versicherungen oder durch Steuerberater weitaus häufiger vor. Die einzelne Anlageberatung knüpft daher an das bereits bei Begründung der Wertpapiergeschäftsbeziehung ermittelte Anlegerprofil an, das – wie dargestellt – dokumentiert wird. Die Einhaltung der Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung wird u. a. durch organisatorische Vorkehrungen gewährleistet. Zur Vermeidung erheblicher bürokratischer Belastungen für alle Beteiligten sollte daher eine zusätzliche Dokumentation des einzelnen Beratungsgesprächs vermieden werden.

- **Umkehr der Beweislast**

Grundsätzlich hat auch bei einer Beratung in vergleichbaren Bereichen (Rechtsanwalt, Steuerberater) jeweils der Kunde zu beweisen, dass der Geschäftspartner Pflichten verletzt hat. Eine umfassende Umkehr der Beweislast wäre ein erheblicher Eingriff in die deutsche Rechtssystematik. Zudem vermuten die Gerichte schon heute zugunsten des Kunden bei einer nachgewiesenen Falschberatung einen Schaden beim Anleger, so dass die Bank das Gegenteil zu beweisen hat.

- **Verlängerung der Verjährungsfrist**

Die nicht zuletzt im vergangenen Jahr sichtbar gewordene Volatilität der Märkte rechtfertigt eine Verjährungsfrist von drei Jahren. Ferner muss Rechtssicherheit bestehen, dass die Verjährung zum Zeitpunkt der Beratung beginnt und nicht erst, wenn der Kunde erkennt, dass eine Fehlberatung vorliegt. Ansonsten bestünde eine ungerechtfertigte Spekulationsmöglichkeit für Kunden je nach der Kursentwicklung.

- **Produkt-TÜV/Ampelkennzeichnung**

Solche Maßnahmen würden bei Anlegern die falsche Erwartungshaltung hervorrufen, ein zertifiziertes bzw. zum Zeitpunkt der Empfehlung als risikoarm gekennzeichnetes Anlageprodukt könne nicht zu Verlusten führen. Darüber hinaus würde ein Produkt-TÜV bzw. eine Ampelkennzeichnung die Gefahr in sich bergen, dass sich die Anleger nicht mehr mit der Funktionsweise des jeweiligen Finanzinstruments befassen, da sie ausschließlich auf die Zertifizierung bzw. die entsprechende Einstufung vertrauen.

- **Anleger- und objektgerechte Beratung**

Wir sehen in den gesetzlichen Rahmenbedingungen sowie in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes eine angemessene Grundlage, um eine anleger- und objektgerechte Beratung sicherzustellen. Nicht zuletzt bestehen sehr weitgehende und detaillierte Offenlegungspflichten für alle Gebühren, Kosten und Zuwendungen.

Ob die Honorarberatung sich weiter verbreitet, muss dem Wettbewerb überlassen bleiben. Nach unserer Einschätzung erwarten die meisten Privatkunden wie in vielen anderen Wirtschaftsbereichen (z. B. im Facheinzelhandel) auch im Finanzdienstleistungsbereich überwiegend eine unentgeltliche Beratung.

## II. Antworten zum Fragenkatalog

### Vergleichbarkeit von Produktinformationen/Kostentransparenz

#### 1. Sollten an vergleichbare Produkte vergleichbare Anforderungen gestellt werden? Welche Aspekte sprechen für eine einheitliche regulatorische Behandlung aller Anlage- und Altersvorsorgeprodukte, welche aus Ihrer Sicht dagegen?

- **Vergleichbarkeit nur in engen Grenzen möglich**

Zunächst möchten wir betonen, dass die Anlage- und Altersvorsorgeprodukte zum Teil sehr unterschiedlich ausgestaltet sind und es sich somit vielfach nicht um vergleichbare Produkte handelt. Dies gilt sowohl in rechtlicher (insbesondere steuerrechtlicher) als auch in wirtschaftlicher Hinsicht. Bereits daher ist eine einheitliche regulatorische Behandlung aller Anlageprodukte nicht möglich.

Soweit Anlage- und Altersvorsorgeprodukte vergleichbar sind, ist der Vertrieb bereits heute vergleichbar geregelt. Die Anforderungen richten sich dabei jeweils nach den unterschiedlichen Produktkategorien (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG; Investmentgesetz – InvG, Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG). Die gültigen gesetzlichen Vorschriften versuchen, den Eigenarten der Produkte entsprechende Regelungen zu formulieren. Dies ist auch erforderlich, denn unterschiedliche Produkte erfordern unterschiedliche Regelungen. Folgende Beispiele möchten wir hierzu anführen: Ein Rentenfonds und eine Schuldverschreibung stellen zwei miteinander unvergleichbare Produkte dar. Der Emittent der Schuldverschreibung gibt ein Schuldversprechen ab, neben entsprechenden Zinsen zum jeweils festgelegten Fälligkeitstag einen Geldbetrag zurückzuzahlen; gegebenenfalls kann die Erfüllung von weiteren Kriterien abhängen. Die Kapitalanlagegesellschaft gibt dagegen ein dauerndes Leistungsversprechen ab, das Geld der Anleger wie bei einer Vermögensverwaltung quasi als Treuhänder anzulegen, dessen Inhalt bereits nach geltendem Recht deutlich definiert ist. Zudem ist das Sondervermögen vor einer Insolvenz der Kapitalanlagegesellschaft sicher. Ebenso sind etwa eine Aktie und ein Investmentanteil an einem Aktienfonds unterschiedliche Produkte, die spezialgesetzliche Regelungen nahelegen.

- **Verschiedene Regelungen berücksichtigen die Eigenarten unterschiedlicher Produkte**

Übergreifende Anforderungen an unterschiedliche Produktkategorien stellen das Wertpapierprospektgesetz, soweit es sich um Aktien, Schuldverschreibungen und Genussscheine handelt, und das Verkaufsprospektgesetz für Vermögensanlagen, in der Regel geschlossene Fonds, auf. Daneben sind eine Reihe spezialgesetzlicher Vorschriften für besondere Produkte etwa im Altersvorsorgebereich, bei Zeitwertkonten oder in der Vermögensbildung zu beachten, die sich auf einen teilweise gesetzlich geförderten und nur insoweit „homogenen“ Produktbereich beziehen und von steuerlichen Regelungen flankiert wer-

den. Diese vielfältige, detaillierte Regulierung von Anlage- und Altersvorsorgeprodukten in Deutschland, welche in der Vermögensberatung durch die Kreditinstitute zu beachten ist, ist kaum noch zu überblicken und setzt schon lange ein umfangreiches Spezialwissen voraussetzt.

Eine gewisse Regulierungslücke ergibt sich aus unserer Sicht vor diesem Hintergrund nur im Bereich des sog. Grauen Kapitalmarkts; ein Problem, auf das die Kreditwirtschaft immer wieder warnend hingewiesen und zu dessen Lösung das Verkaufsprospektgesetz einen ersten Beitrag geleistet hat.

Unterschiedliche Produktstrukturen spiegeln letztlich auch immer unterschiedliche Anlegerprofile wider, das heißt, für die Produktentwicklung sind die Anlegerbedürfnisse wie beispielsweise steuerliche Fragen maßgeblich. Durch spezielle gesetzliche Vorgaben hat nicht zuletzt der Gesetzgeber Anreize für die Unterschiedlichkeit der Produkte gegeben. Anleger sollen entsprechend ihrem Anlagehorizont und ihrem Chancen-/Risikoprofil auf eine breite Palette an Vermögensanlagen zurückgreifen können, die ihren Markterwartungen und Anlagewünschen entsprechen. Dies sollten die Grundprämisse und der Prüfmaßstab sein, wenn neue Regulierungen von Vermögensanlageprodukten diskutiert werden.

• **Umfassender Regulierungsrahmen existiert bereits – Marktversagen nicht belegt**  
Das regulatorische Umfeld der Vermögensanlageprodukte wird maßgeblich von den einschlägigen europäischen Kapitalmarkt Richtlinien und hier insbesondere der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)<sup>1</sup> bestimmt, die im November 2007 durch eine umfassende Anpassung des WpHG in das deutsche Recht transformiert wurde. Die Richtlinien verfolgen großteils das Ziel der Maximalharmonisierung. Diese hohe aufsichtsrechtliche Regeldichte wird mit Blick auf die Investmentfonds-Richtlinien<sup>2</sup>, die MiFID, die Richtlinie über Lebensversicherungen<sup>3</sup>, die Versicherungsvermittlungsrichtlinie (VersVermR)<sup>4</sup>, die Prospektrichtlinie<sup>5</sup>, die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen<sup>6</sup>, die E-Commerce-Richtlinie<sup>7</sup> sowie durch die hierzu erlassenen Durchführungsbestimmungen deutlich.

Durch die genannten Regelungen wurden insbesondere umfassende Vorgaben in Bezug auf sachgerechte und verständliche vorvertragliche und vertragliche Informationspflichten getroffen und somit der als Problem erkannten hohen Komplexität vieler Vermögensanla-

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/83/EG

<sup>2</sup> Richtlinien 85/611/EWG, 2001/107/EG und 2001/108/EG

<sup>3</sup> Richtlinie 2002/83/EG

<sup>4</sup> Richtlinie 2002/92/EG

<sup>5</sup> Richtlinie 2003/71/EG

<sup>6</sup> Richtlinie 2002/65/EG

<sup>7</sup> Richtlinie 2000/31/EG

geprodukte Rechnung getragen. Mit Blick auf diese bereits bestehenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind derzeit keine Anzeichen für ein Marktversagen erkennbar.

- **Vorgehen auf europäischer Ebene zu substitute products abwarten**

Bekanntermaßen untersucht die Europäische Kommission die Kohärenz der Transparenz- und Vertriebsanforderungen für substituierbare Retailinvestmentprodukte<sup>8</sup>. Ein entsprechender Bericht der Kommission steht unmittelbar bevor. Es sollte daher das Vorgehen auf europäischer Ebene abgewartet werden.

- **Anlage am Kapitalmarkt für private Altersvorsorge unverzichtbar**

Für alle Anleger in Europa ist die Vermögensanlage schon heute nicht zuletzt mit dem Blick auf die private Altersvorsorge essentiell. Dieser Trend wird sich noch verstärken, da kapitalgedeckte Elemente der Altersvorsorge einen immer höheren Anteil an den Alters-einkünften haben werden. Notwendig für diese Entwicklung ist das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte und die verschiedenen Arten von Anlageprodukten. Dieses Vertrauen gilt es insbesondere zu gewährleisten, wenn Anzahl und Komplexität der am Kapitalmarkt angebotenen Anlageformen stetig zunehmen.

- **Umfassende Information der Anleger wird bereits heute gewährleistet**

Die Produktvielfalt geht bereits heute mit ausreichenden Informationen einher, um den Anleger eine auf seine persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse zugeschnittene Anlageentscheidung zu ermöglichen. Dazu gehören insbesondere eine klare Vorstellung des Anlegers über Maßnahmen zur Verhinderung von Interessenkonflikten, die Sicherstellung ausreichender Transparenz beim Vertrieb und die jeweilige Kostenstruktur einzelner Anlageprodukte sowie im Falle der Anlageberatung die Beachtung der Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung gemäß den Vorgaben der MiFID und der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes (BGH). Letztlich wird den Anlegern bereits heute die Möglichkeit eröffnet, auf Grundlage umfassender Informationen das Anlagerisiko angemessen einschätzen zu können. Insoweit kann die MiFID nicht nur eine Leitbildfunktion im Hinblick auf die einheitliche Behandlung des Anlegerschutzes, sondern auch in Bezug auf gleiche Anforderungen für die im Wettbewerb zueinander stehenden Vertriebswege einnehmen.

Vor dem Kauf von Vermögensanlageprodukten werden Anleger mittels umfangreicher Informationsmaterialien beispielsweise über Produktrisiken und Vertriebskosten unterrichtet. Dies soll an dieser Stelle anhand folgender Beispiele verdeutlicht werden: Seit dem 1. November 2007 sorgen in Europa die Vorgaben der MiFID dafür, dass insbesondere Privatanleger vergleichbare Informationen erhalten, wenn sie Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen in Anspruch nehmen. Die MiFID gilt dabei glei-

---

<sup>8</sup> Call for Evidence der Europäischen Kommission „Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for Substitute Retail investment Products“, Oktober 2007.

chermaßen für den Vertrieb von Aktien, Zertifikaten und Investmentfonds, da diese alle unter den Begriff des Finanzinstruments nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 i. V. m. Anhang I Abschnitt C MiFID zu subsumieren sind. Der Anlegerschutz erhält daher im Lichte der MiFID insoweit eine noch stärkere Bedeutung, da Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute (Wertpapierdienstleistungsunternehmen) dazu verpflichtet sind, dem Anleger vor einer vertraglichen Bindung umfassende Informationsunterlagen zur Verfügung zu stellen. Dies geschieht in der Regel bei der Depotöffnung oder vor Aufnahme des jeweiligen Geschäfts. Gemäß Art. 31 Durchführungsrichtlinie zur MiFID (MiFID-Durchführungsrichtlinie)<sup>9</sup> sind zunächst die Art und die grundsätzlichen Risiken der verschiedenen Finanzinstrumente zu beschreiben. Wenn die Notwendigkeit besteht, sind zudem Hebelwirkungen, spezifische Risiken der einzelnen Produktart, das Risiko des Verlusts der gesamten Anlage, die Volatilität und eingeschränkte Handelbarkeit, die über die Anschaffung hinausgehenden Kosten, eventuelle Nachschussverpflichtungen sowie Besonderheiten bei zusammengesetzten Produkten und solchen mit einer Garantie zu beschreiben. In Deutschland nutzt die Kreditwirtschaft hierzu einheitliche Aufklärungsbroschüren, die sog. „Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren“ bzw. die „Basisinformationen über Termingeschäfte“, deren Inhaltsverzeichnisse wir dieser Stellungnahme als **Anlagen 1 und 2** beifügen.

Nach Art. 33 MiFID-Durchführungsrichtlinie sind zudem Informationen zum möglichen Gesamtpreis eines Geschäfts einschließlich aller Gebühren, Provisionen, Entgelte und Auslagen sowie aller über das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu entrichtender Steuern, oder – wenn die Angabe eines genauen Preises nicht möglich ist – die Grundlage für die Berechnung des Gesamtpreises zu übermitteln, damit der Privatanleger eine Vergleichsmöglichkeit mit anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat und auf informierter Basis seine Anlageentscheidung treffen kann. Die von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Rechnung gestellten Provisionen sind dabei getrennt aufzuführen. Der Privatanleger ist zudem gegebenenfalls über Wechselkurse und Umrechnungskosten zu informieren und auf die Möglichkeit der Entstehung weiterer möglicher Kosten und Steuern sowie auf Bestimmungen über die Zahlung oder sonstige Gegenleistungen hinzuweisen.

- **Umfassende Information des Kunden über Interessenkonflikte, deren Vermeidung sowie über Zuwendungen**

Auch über die Interessenkonfliktgrundsätze des jeweiligen Wertpapierdienstleistungsunternehmens wird der Privatanleger anhand der nach Art. 30 Abs. 1 lit. h i. V. m. Art. 22 MiFID-Durchführungsrichtlinie zu übermittelnden Informationen aufgeklärt. Im Vorfeld hat ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits entsprechende organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten zu treffen. Dies regelt unter anderem Artt. 21 bis 23 MiFID-Durchführungsrichtlinie.

---

<sup>9</sup> Richtlinie 2006/73/EG

Zu den allen Kunden vorab zu erteilenden Informationen gehören auch Angaben über Zuwendungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen von Dritten im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten erhalten oder an Dritte gewähren. Nicht unerwähnt bleiben darf in diesem Zusammenhang, dass nach Art. 26 MiFID-Durchführungsrichtlinie zudem nur innerhalb sehr enger Grenzen die Annahme oder auch Zahlung von Zuwendungen zulässig sind (beispielsweise Qualitätsverbesserung, Beauftragung durch den Kunden selbst etc.). Die Offenlegungspflicht gilt zudem unabhängig davon, ob es sich bei dem Dritten um eine Fondsgesellschaft oder einen Emittenten anderer Finanzinstrumente handelt.

Es ist insgesamt also festzuhalten, dass nur in gewissen Fällen Zuwendungen erlaubt sind und dass im Falle der Zulässigkeit Kunden vor Geschäftsabschluss auf diese hingewiesen werden. Diese Transparenz versetzt den Kunden in die Lage, selbst beurteilen zu können, ob das Produktangebot des Wertpapierdienstleistungsunternehmens seiner Interessenlage entspricht.

- **Umfang der Informationen wird teilweise in Frage gestellt**

In diesem Zusammenhang möchten wir auch auf die von der Kommission in ihrem Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Privatkunden im Binnenmarkt<sup>10</sup> angekündigte Untersuchung der Praxistauglichkeit von Informationsverpflichtungen, namentlich im Hinblick auf die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen, durch Verbrauchertests hinweisen. Die zum großen Teil in ihrem Umfang zu hinterfragenden Anforderungen an vertragliche und vorvertragliche Informationspflichten gehen an den Bedürfnissen der Anleger vorbei und verursachen oft überflüssigen bürokratischen Aufwand sowie entsprechende Kosten.<sup>11</sup> Die Bereitstellung zu umfangreicher Informationen führt dazu, dass Anleger die für sie wichtigen Daten nicht mehr wahrnehmen und damit gerade nicht in die Lage versetzt werden, eigenverantwortliche Entscheidungen zu treffen. Letztlich widerspricht der Umfang der Informationspflichten den Bedürfnissen der Anleger und damit den eigentlichen Zielen des Anlegerschutzes.

---

<sup>10</sup> KOM (2007) 226.

<sup>11</sup> Skeptisch mit Blick auf den Nutzen der MiFID und VersVermR auch die im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz erstellte Studie „Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen“ vom September 2008, S. 149: „Die zuletzt implementierten Regulierungen (VersVermR, MiFID) weisen in dieser Hinsicht ein Paradoxon auf: Sie bedeuten großen Aufwand für die Anbieter bei eher geringen Sicherheitszugewinnen für die Verbraucher – mithin das Gegenteil des wünschenswerten Ideals.“

Siehe auch S. 150 der Studie: „Der bisherige Stand der Regulierung weist an dieser Stelle jedoch eine entscheidende Lücke auf. Während die Anbieter mit wachsenden Informationspflichten konfrontiert werden, gibt es auf Seiten der Verbraucher keinen Zuwachs in der Kompetenz der Bewertung und Beurteilung dieser Informationen. So entsteht eine Regulierungssituation, die schlimmstenfalls weder im Hinblick auf Reduzierung von Bürokratiekosten noch im Hinblick auf ein höheres Niveau des Verbraucherschutzes optimierend wirkt.“

Der Gesetzgeber sollte ferner bei seinen Überlegungen zu Informationsverpflichtungen dem allgemein anerkannten gemeinschaftsrechtlichen **Leitbild des „mündigen Anlegers“** Rechnung tragen, der als „durchschnittlich informiert“ sowie „aufmerksam und verständig“ gilt und seine Rolle „als aktiver Marktbürger“ eigenverantwortlich und in wirtschaftlicher Hinsicht vernünftig ausüben kann – sei es, dass ihm Vermögensanlageprodukte empfohlen werden oder er ohne vorherige Anlageberatung seine Anlageentscheidung trifft.

- **Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung ausreichend**

Die individuelle Anlageberatung hat im Rahmen der MiFID sowie in der Rechtsprechung des BGH eine zentrale Bedeutung: Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, den Kunden entsprechend seinen Wünschen und unter Wahrung seiner Interessen zu beraten (anlegergerechte Beratung) sowie über die konkreten Eigenschaften und Risiken, insbesondere bei komplexen bzw. risikoreicheren Produkten, zu informieren (objektgerechte Beratung). Das Gespräch mit dem Kunden ist ein wesentlicher Bestandteil der Beratung, in dem auf die Situation und den persönlichen Horizont des Anlegers eingegangen wird.

Die Rechtsprechung zur Beratungshaftung sowie die bestehenden europäischen Vorschriften zur Anlageberatung sind daher als Regulativ völlig ausreichend.

## **2. Empfiehlt es sich, ein standardisiertes Informationsblatt für alle Finanzprodukte gesetzlich vorzuschreiben, in dem die wesentlichen Merkmale des Produkts und seine Risiken erläutert werden?**

Eine übersichtliche und verständliche Kurzinformation, die die wesentlichen Kriterien des Anlageproduktes aufzeigt und in der die grundlegenden Merkmale und Risiken des Produktes beschrieben werden, ist u. E. sinnvoll. Entsprechende Kurzinformationen werden den Anlegern bereits heute vielfach von den Kreditinstituten für aktiv vertriebene komplexe Anlageprodukte zur Verfügung gestellt.

Ein einheitliches standardisiertes Informationsblatt für alle Finanzprodukte ist dagegen aufgrund der oben beschriebenen Unterschiede der Produkte nicht sinnvoll, vielmehr müsste eine derartige Kurzinformation – wie sie derzeit auf europäischer Ebene zunächst für Investmentfonds konzipiert wird – den Unterschieden der verschiedenen Produktkategorien sowie der gesetzlichen Bestimmungen Rechnung tragen.

Wie die Konsultationsarbeiten für die Ausgestaltung der Kurzinformationen für Investmentfonds zeigen, werden voraussichtlich für die Anlageart Investmentfonds unterschiedliche Standardinformationen vorzusehen sein, um den gravierenden Unterschieden zwischen den Investmentfondsarten angemessen Rechnung zu tragen. Dies wird umso mehr

gelten, wenn Kurzinformationen für weitere Produktarten, wie sie derzeit schon in der ein oder anderen Form weitgehend gebräuchlich sind, vereinheitlicht und standardisiert werden sollen.

### **Empfiehl sich eine Kennzeichnung des Risikos mit Hilfe von Ampelfarben?**

Ob Farbsysteme zur Kennzeichnung der Risikoklassen der Produkte sinnvoll sind, insbesondere eine Ampelkennzeichnung, die eine Beschränkung auf drei Farben bedeuten würde, erscheint fraglich. Anders als im Lebensmittelbereich stellt eine Risikoklassifizierung bei Anlageprodukten und ihre gegebenenfalls farbliche Visualisierung immer nur eine Momentaufnahme dar, die sich grundsätzlich jederzeit ändern kann, da sie das zum Zeitpunkt der Empfehlung konkret bestehende Risiko des jeweiligen Anlageproduktes abbildet. Durch eine farbliche Visualisierung könnte folglich der falsche Eindruck entstehen, dass Produkte während der gesamten Laufzeit dasselbe Risiko aufweisen.

So hätte die Einführung eines Farbsystems konkrete Verluste der Anleger aufgrund der Finanzmarktkrise nicht verhindert. Vor dem konkreten Ausfall galten beispielsweise die Anleihen der Emittenten Lehman Brothers oder Islands als sicher und wären mit einer die entsprechende Sicherheit dokumentierenden Ampelfarbe versehen worden.

Es liegt daher die Vermutung nahe, dass die Unzufriedenheit betroffener Anleger in einem bestimmten Ausmaß nicht auf die Unkenntnis über das Ausfallrisiko an sich (in den o. a. Beispielen das grundsätzlich bestehende Emittentenrisiko, über das die Anleger regelmäßig bereits über die Basisinformationen aufgeklärt werden; siehe unsere Antwort zu Frage 1 sowie die Anlage 1) zurückzuführen ist, sondern auf die Einschätzung dieses Risikos als unwahrscheinlich. Diese Einschätzung war vielfach zum Zeitpunkt der Empfehlung auch zutreffend.

Wir sehen daher die Gefahr, dass eine farbliche Visualisierung die Fehlvorstellung von Anlegern verstärken würde, ein zum Zeitpunkt der Empfehlung risikoarmes Anlageprodukt könne nicht zu Verlusten führen. Der Kunde könnte ferner dazu verleitet werden, sich nicht mehr mit der Funktionsweise des einzelnen Produktes zu befassen.

Wir möchten ferner darauf aufmerksam machen, dass die erwähnten europäischen Konsultationsarbeiten sowie Tests mit Anlegern zur Ausgestaltung der Kurzprospekte für Investmentfonds viel Sorgfalt auf die Frage verwenden, in welcher Form die Risikomerkmale den Anlegern optimal dargestellt werden sollen. Wir raten daher von vorgehenden eigenen Maßnahmen des deutschen Gesetzgebers in dieser Sache ab.

**3. Kann ein Kennzeichnungssystem wie die Ampelkennzeichnung einen Warnhinweis für Verbraucherinnen und Verbraucher geben?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 2.

**4. Sollte eine Pflicht zur Offenlegung aller Kosten, also Abschluss-, Verwaltungs-, und Kapitalanlagekosten, eingeführt werden?**

Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind bereits heute verpflichtet, die Privatkunden jeweils über den Gesamtpreis einschließlich aller damit verbundener Gebühren, Provisionen, Entgelte und Auslagen zu informieren. Die von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Rechnung gestellten Provisionen sind jeweils separat aufzuführen (vgl. § 5 Abs. 2 Nr. 5 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV).

Ferner müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Kunden Existenz, Art und Umfang der Zuwendungen, die sie von Dritten erhalten oder an Dritte gewähren, in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise deutlich offenlegen (vgl. § 31d Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Im Fall der Anlageberatung sind die Institute darüber hinaus auf Grund der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs verpflichtet, ihre Kunden darauf hinzuweisen, „dass und in welcher Höhe“ sie Zuwendungen erhalten (vgl. BGH, Urteil vom 19. Dezember 2006, Az.: XI ZR 56/05 Rdnr. 22).

Folglich besteht für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits eine umfassende Pflicht zur Offenlegung aller Kosten und Zuwendungen.

**5. Bisher werden die o. a. Kosten abhängig vom Produkt teilweise in absoluten Beträgen, teilweise in Prozent angegeben. Lässt sich eine Vergleichbarkeit der Kosten für die unterschiedlichen Produkte herstellen? Ist die sog. „Reduction-in-yield“-Methode, also die Angabe der durchschnittlichen jährlichen Verringerung der Rendite aufgrund der eingerechneten Kosten einschließlich der Kapitalanlagekosten, hierfür geeignet?**

Die Reduction-in-yield-Methode ist eine von mehreren Methoden der Transaktionskostenermittlung, die bislang nur im Lebensversicherungsbereich praktische Bedeutung erhalten hat, dort aber keineswegs unumstritten ist. Sie basiert auf einer Prognoserechnung mit Annahmen unter anderem über die zukünftige Bruttorendite, die zukünftigen Vertrags- und Kapitalanlagekosten sowie die Laufzeit und die Einzahlungen. Alle diese Prognosewerte sind abhängig von dem tatsächlichen zukünftigen Verlauf der Anlage. So sind etwa

Annahmen über Kapitalanlagekosten abhängig von Umschichtungserfordernissen während der Laufzeit des Produktes, wobei hier wiederum die Kapitalmarktentwicklung zu berücksichtigen ist.

Die Problematik, mit dieser Methode zuverlässige Angaben über vergleichbare Transaktionskosten in Prozentsätzen für verschiedene Anlageformen zu erreichen, wird ferner durch unterschiedliche Zahlungsströme bei Verträgen/Anlagen mit laufenden Einzahlungen und/oder Ertragszahlungen erschwert. Vergleiche mit anderen Berechnungsmethoden zeigen gravierende Unterschiede bei längerer Laufzeit. Im Grunde müssten die Zahlungsströme vereinheitlicht werden, um zu vergleichbaren Aussagen zu gelangen. Da dies im Regelfall nicht geht, bleibt eine unumstrittene, in der Praxis einfach handhabbare Methode zur Transaktionskostenermittlung auf prozentualer Basis für alle Anlageprodukte noch außer Reichweite.

**6. Empfiehlt sich bei Investmentfonds die Angabe einer Gesamtkostenquote, auch Total Expense Ratio (TER) genannt, in die die Kosten bis hin zu den Depotbankgebühren eingerechnet sind?**

Eine entsprechende Verpflichtung besteht bereits heute gemäß § 41 Abs. 2 InvG. Über die vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Rechnung gestellten Kosten wird der Kunde gesondert informiert (ausführlich hierzu unsere Antwort zur Frage 4).

**7. Wie kann die Transparenz der Risiken von Finanzanlagen verbessert werden, ohne den Verbraucher mit zu vielen Informationen über die einzelnen Finanzprodukte zu überlasten?**

Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind auf Grund europäischer Vorgaben (MiFID) verpflichtet, ihren Kunden umfangreiche Informationen zur Verfügung zu stellen. Allein die bei Begründung der Wertpapiergeschäftsbeziehung den Neukunden aufgrund der MiFID neben den grundlegenden Basisinformationen nunmehr zur Verfügung zu stellenden Informationen umfassen etwa 15 bis 20 Seiten.

Auch die Anforderungen an den Prospekt und die anzubietenden Verkaufsunterlagen sind auf Grund europäischer Vorgaben (Prospektrichtlinie, Investmentfonds-Richtlinie) detailliert und umfassend. Schon heute hat ein Wertpapierprospekt eine klare Risikobeschreibung an präsender Stelle zu enthalten. Hierin sind die mit dem Wertpapier für den Anleger verbundenen Risiken, insbesondere etwaige Verlustszenarien, eindeutig anzugeben. Die Risikobeschreibung darf nicht mit einer Darstellung der Chancen der Anlage vermischt werden, um dem Anleger die Risiken eindeutig vor Augen zu führen.

In der Praxis setzen Kreditinstitute vor allem im Rahmen der Anlageberatung zusätzlich bereits vielfach schriftliche, produktspezifische Kurzinformationen ein.<sup>12</sup> Dies erfolgt auf freiwilliger Basis und trägt dem Umstand Rechnung, dem Kunden bezogen auf das empfohlene Anlageprodukt möglichst prägnant und übersichtlich die erforderlichen produktspezifischen Informationen zur Verfügung zu stellen. Eine gesetzliche Standardisierung dieser Informationen halten wir für verfehlt. Zum einen erscheint fraglich, ob eine Standardisierung für alle Produkte bzw. Produktgruppen möglich ist (ausführlich hierzu unsere Ausführungen zur Frage 2). Zum anderen würde eine Standardisierung die Ersteller und Verwender solcher Kurzinformationen nicht von der Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen entlasten.

Von einer Sonderregelung in Deutschland sollte daher abgesehen werden.

### **Beratung/Verbraucheraufklärung**

- 8. Wie kann die unabhängige Beratung und Aufklärung der Verbraucherinnen und Verbraucher verbessert werden?**
- 9. Sehen Sie Bedarf für einen Ausbau des Angebots an unabhängiger Finanzberatung? Wenn ja, durch wen und in welcher Höhe sollte ein derartiger Ausbau finanziert werden? Empfiehlt sich eine Beteiligung der Anbieterseite an den Kosten für den Ausbau der unabhängigen Beratung?**

Die oben bereits genannten (Antwort zur Frage 1) gesetzlichen Rahmenbedingungen der Anlageberatung sowie die BGH-Rechtsprechung bieten dem Kunden einen ausreichenden Schutz vor rein transaktionsorientierten Verkaufsstrategien (ausführlich hierzu unsere Antwort zur Frage 14). Das Angebot der Kreditinstitute richtet sich dabei an alle Kunden.

Mit beiden Fragen werden u. E. zum einen die Beratung durch Verbraucherschutzorganisationen, Rechtsanwälte etc. und zum anderen die Honorarberatung durch Finanzdienstleistungsinstitute thematisiert.

- **Funktionsfähige Beratung durch Verbraucherschutzorganisationen etc. bereits gewährleistet**

Finanzberatung wird bereits heute von einer Vielzahl unterschiedlicher Einrichtungen wie z. B. von Verbraucherzentralen, Rechtsanwälten und Interessenverbänden wie der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW), der Schutzgemeinschaft der

---

<sup>12</sup> Der Vollständigkeit halber sei angeführt, dass auch beim Wertpapiergeschäft über das Internet den Kunden ein umfassendes Informationsangebot zur Verfügung steht.

Kapitalanleger e. V. (SdK) oder anderen Finanzberatern wie dem Verbund deutscher Honorarberater (VDH GmbH) angeboten und vom interessierten Investor finanziert.

Einen Bedarf für einen finanziell geförderten Ausbau dieser Finanzberatung sehen wir nicht, da wir ein Marktversagen nicht erkennen können. Insbesondere ist nicht einsehbar, warum eine von den Zwängen der Konkurrenz befreite staatlich subventionierte Finanzberatung bessere Investmentempfehlungen als der Markt geben können sollte. Die Qualität der Anlageberatung stellt ein wesentliches Konkurrenzelement innerhalb der Finanzbranche dar. Der Vermögensberatung kommt eine volkswirtschaftliche Schlüsselfunktion für die Allokation des Kapitals in einer Marktwirtschaft zu. Aus diesem Grund sollte sie ihren marktwirtschaftlichen Charakter bewahren und nicht über den Umweg einer subventionierten Finanzberatung staatlichem Interventionismus Vorschub leisten.

- **Honorarberatung abhängig von Akzeptanz durch Kunden**

Bereits heute bieten verschiedene Institute eine Beratung auf Honorarbasis an. Jedoch nicht alle Kunden akzeptieren die Honorarberatung, da im Finanzdienstleistungsbereich – wie in anderen Wirtschaftsbereichen auch (z. B. im Facheinzelhandel) – eine unentgeltliche Beratung erwartet wird.

Zudem bieten viele Kreditinstitute ihren Kunden bereits heute Finanzplanungs- oder Vermögensplanungsinstrumente, häufig auf EDV-Basis, an, mit denen eine individuelle Einkommens- und Vermögensanalyse nach den persönlichen Zielvorstellungen durchgeführt und Planrechnungen aufgestellt werden können. Diese Dienstleistungen werden unabhängig von der Anlageberatung im Einzelfall bzw. der Ausführung eines Auftrages auf Kundenwunsch durchgeführt. Im Anschluss können auf Basis der ermittelten Analyse Anlage- und Umschichtungsvorschläge unterbreitet werden, wobei es dem Kunden freisteht, bei wem er die vorgeschlagenen Anlageprodukte erwirbt.

## **10. Empfehlen sich Maßnahmen zur Aufklärung der Verbraucherinnen und Verbraucher, die auf die Vorteile einer Beratung durch unabhängige Dritte hinweisen?**

Wie zu Fragen 8 und 9 ausgeführt, gibt es am Markt bereits vielfältige Angebote der Beratung, so dass entsprechende Maßnahmen nicht erforderlich sind. Die Kunden haben ausreichende Möglichkeiten, diese verschiedenen Angebote zu vergleichen. Das Internet bietet darüber hinaus eine Fülle effizienter Informationsleistungen, bei denen verschiedene Anbieter miteinander verglichen werden können.

Ein Hinweis auf die Vorteile einer Beratung durch Dritte würde zudem den unzutreffenden Eindruck erwecken, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die die Anlageberatung nicht über ein gesondertes Honorar finanzieren, zu einer kompetenten, die Interessen der Kunden vollumfänglich berücksichtigenden Anlageberatung nicht in der Lage seien.

Eine kompetente, an den Interessen der Kunden ausgerichtete Anlageberatung wird aber bereits von § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG vorausgesetzt<sup>13</sup>. Die Einhaltung dieser Anforderung sowie der hierzu im 6. Abschnitt des WpHG und der WpDVerOV auch erfolgten Konkretisierungen wird im Rahmen der grundsätzlich jährlichen Prüfung überwacht. Ein Marktversagen im Bereich der Anlageberatung wurde bisher nicht festgestellt, so dass ein Hinweis auf Vorteile einer Beratung durch Dritte nicht sachgerecht wäre. Ein solcher Hinweis würde sich insbesondere durch staatlich geförderte Stellen verbieten (kein staatlicher Eingriff in den Wettbewerb).

### **11. Sollte für den gesamten Bereich der Finanzdienstleistungen gesetzlich vorgeschrieben werden, dass Beratungsgespräche zu dokumentieren sind?**

Wertpapierdienstleistungsunternehmen haben umfangreiche organisatorische Vorkehrungen und Arbeitsanweisungen zu treffen, um ihre aufsichts- und zivilrechtlichen Verpflichtungen zur anleger- und objektgerechten Beratung erfüllen zu können. Die Anlageberatung basiert dabei auf den vom Kunden eingeholten Angaben zu seinen Kenntnissen, Erfahrungen, finanziellen Verhältnissen, Anlagezielen sowie zu seiner Risikobereitschaft und dem hierdurch ermittelten Anlegerprofil.

Diese Kundenangaben sowie gegebenenfalls ihre Änderungen müssen die Wertpapierdienstleistungsunternehmen jeweils dokumentieren (vgl. § 14 Abs. 4 WpDVerOV). **Damit kann bereits heute in jedem Einzelfall nachvollzogen werden, ob das konkret empfohlene Anlageprodukt im Einklang mit den Kundenangaben/mit dem Anlegerprofil gestanden hat, also anlegergerecht war.**

Der konkrete Inhalt des Beratungsgesprächs muss bisher nicht dokumentiert werden. Dies erscheint auch künftig aus Gründen der Vermeidung einer erheblichen Formalisierung der Anlageberatung und angesichts der Vielzahl von Geschäften nicht erforderlich. Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen haben bereits heute nachvollziehbare und damit für die interne und externe Revision auch nachprüfbar organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine objektgerechte Anlageberatung sicherzustellen. Diese Systemnachweise können beispielsweise wie folgt aussehen:

Eine zentrale und qualifizierte Stelle im Kreditinstitut legt fest, welche Anlageprodukte die Berater den Kunden der Bank empfehlen können (sog. Anlageprogramm, siehe hierzu auch unsere Ausführungen zur Frage 17 und das dort zitierte Urteil des BGH). Zugleich werden den Beratern die für eine objektgerechte Anlageberatung ggf. erforderlichen pro-

---

<sup>13</sup> § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG lautet: „Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen.“ Die Anlageberatung gehört zu den Wertpapierdienstleistungen (vgl. § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG).

duktspezifischen Informationen zur Verfügung gestellt. Es handelt sich dabei vielfach um schriftliche, produktspezifische Kurzinformationen (siehe hierzu unsere Ausführungen zur Frage 7). Zum Teil – wie beispielsweise bei Aktien – wird zur Erfüllung der Anforderungen an eine objektgerechte Anlageberatung auf instituts-, konzern- oder verbundeigenes Research oder Research anerkannter Dritter zurückgegriffen. Die Berater werden angewiesen, dem Kunden diese Informationen (zumindest mündlich) umfassend mitzuteilen.

Das Anlageprogramm und die für eine objektgerechte Anlageberatung erforderlichen Informationen werden turnusmäßig aktualisiert. Sämtliche Unterlagen werden jeweils für die Dauer der Verjährungsfrist aufbewahrt.

Diese organisatorischen Vorkehrungen sind entscheidend mit Blick auf die Qualität der Anlageberatung. Eine **Pflicht zur Dokumentation des Beratungsgesprächs** würde dagegen nicht die Qualität der Anlageberatung steigern. Sie wäre vielmehr mit einem **erheblichen bürokratischen Aufwand für alle Beteiligten** verbunden und müsste – allein schon wegen der Vielzahl von Anlageberatungsfällen – standardisiert erfolgen, wäre also auch **von begrenztem Aussagewert**.

Bei einem Schadensersatzprozess wegen fehlerhafter Anlageberatung bestehen zudem bereits heute – aufgrund der Rechtsprechung des BGH – erhebliche Erleichterungen zugunsten der Anleger bei der Darlegungs- und Beweislast (ausführlich hierzu nachfolgend unsere Antwort zur Frage 12). Auch aus diesem Grund halten wir eine gesetzliche Pflicht zur Dokumentation des konkreten Inhalts des Beratungsgesprächs für entbehrlich.

Ferner erscheint **fraglich, ob der deutsche Gesetzgeber eine solche Dokumentationspflicht vorsehen könnte**. Die MiFID und die hierzu erlassenen Durchführungsbestimmungen enthalten mit Blick auf die Dokumentationspflichten eine abschließende Regelung. Zusätzliche Anforderungen können von den Mitgliedsstaaten nur unter sehr engen Voraussetzungen erlassen werden (vgl. Art. 4 der MiFID-Durchführungsrichtlinie), die hier nicht erfüllt sein dürften.

**Wenn ja, in welcher Form sollte die Anbieterseite darauf hinweisen, dass ein Anlageprodukt nicht dem Risikoprofil des Kunden entspricht? Sollte eine vorvertragliche Hinweispflicht gesetzlich eingeführt werden?**

Soll im Rahmen einer Anlageberatung ein Anlageprodukt erworben werden, das nicht dem bisherigen Risikoprofil des Kunden entspricht, so ist dies bereits heute im Beratungsgespräch zu thematisieren. Eine entsprechende Empfehlung ist nur dann anlegergerecht, wenn der Kunde zuvor seine Zustimmung zu einer Änderung seiner Angaben erklärt. Diese Änderung ist vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu dokumentieren (siehe oben), so dass Abweichungen vom bisherigen Anlegerprofil bereits heute jederzeit nachvollzogen werden können.

Eine (vor)vertragliche Hinweispflicht besteht daher bereits heute.

## **12. Sollte eine Beweislastumkehr bei der Beratung eingeführt werden? Wie bewerten Sie diese?**

**Eine umfassende Beweislastumkehr wäre dem deutschen Recht fremd.** Grundsätzlich hat derjenige, der einen Schadensersatzanspruch geltend macht (Anspruchsteller), die den Anspruch begründenden Voraussetzungen zu beweisen, während der Anspruchsgegner die Beweislast für die rechtsvernichtenden, rechtshindernden und rechtshemmenden Tatbestandsmerkmale trägt. Dieser Grundsatz stellt einen Interessenausgleich zwischen Anspruchsteller und Anspruchsgegner dar. Ausnahmen von diesem Grundsatz bedürfen daher jeweils einer besonderen sachlichen Rechtfertigung.

**Bereits heute bestehen – aufgrund der BGH-Rechtsprechung – folgende Erleichterungen zugunsten der Anleger bei der Darlegungs- und Beweislast:**

- Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss eine Behauptung des Anlegers, er sei nicht anleger- und/oder objektgerecht beraten worden, substantiiert bestreiten. Dies bedeutet, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen konkret darlegen muss, wie es im Einzelnen beraten hat (vgl. BGH, Urteil vom 24. Januar 2006, XI ZR 320/04, Rdnr. 15 f.). Insoweit bestehen für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits heute erhöhte Anforderungen an ihre Darlegungspflicht. Abweichend vom o. a. Grundsatz reicht ein bloßes Bestreiten der Behauptung des Kunden durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht aus. Erfüllt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Anforderungen an seine Darlegungspflicht nicht bzw. nicht ausreichend, so verliert es den Rechtsstreit bereits aus diesem Grund. Auf die Frage der Beweislast kommt es dann nicht mehr an.

Durch das Erfordernis eines substantiierten Bestreitens werden die für den Anleger mit dem Nachweis einer negativen Tatsache verbundenen Schwierigkeiten nach Auffassung des BGH ausgeglichen (ständige Rechtsprechung des BGH, zu den Nachweisen siehe BGH a. a. O.). **Eine Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers hat der BGH erst 2006 ausdrücklich für die Anlageberatung in Wertpapieren abgelehnt.** Nach Auffassung des BGH trifft die Kreditinstitute bei der Beratung – ebenso wie Rechtsanwälte und Steuerberater – auch keine Dokumentationspflicht. Der beratene Anleger könne auch ohne besondere Fachkunde eigene Aufzeichnungen über das Beratungsgespräch fertigen oder zu dem Gespräch einen Zeugen hinzuziehen. Selbst ohne Zeugen bestehe im Prozess die Möglichkeit, durch Abtretung oder durch Parteivernehmung eine beweisrechtlich ebenbürtige Stellung mit dem Kreditinstitut herzustellen (BGH, o. a. Urteil, Rdnr. 18).

- Im Falle einer Beratungspflichtverletzung wird vermutet, dass diese ursächlich für den eingetretenen Schaden ist (Vermutung der haftungsbegründenden Kausalität). Insoweit besteht also bereits heute eine Beweislastumkehr zu Lasten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Die Vermutung der haftungsbegründenden Kausalität ist in der Praxis kaum zu widerlegen.

Eine weitergehende Beweislastumkehr, insbesondere eine Verpflichtung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nachzuweisen, dass sie den Kunden ordnungsgemäß beraten haben, lehnen wir unter Berufung auf die Rechtsprechung des BGH nachdrücklich ab.

Zu den **erheblichen negativen Folgen, die eine Beweislastumkehr hätte**, verweisen wir auf unserer Ausführungen zur Frage 47.

### **13. Sollte die Verjährungsfrist für Falschberatung auf die im Zivilrecht allgemeine übliche Frist von 3 Jahren, bei Unkenntnis des schädigenden Ereignisses auf 10 Jahre verlängert werden?**

- **Schnelligkeit von Kapitalmarktgeschäften rechtfertigt kurze Verjährungsfrist**  
§ 37a WpHG wurde mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz am 01. April 1998 eingeführt. Als Grund für die Verkürzung der Verjährungsfrist von damals 30 auf 3 Jahre wurde vom Gesetzgeber angeführt, dass nur mit einer speziellen Verjährungsregelung der Schnelligkeit von Kapitalmarktgeschäften Rechnung getragen werden könne (BR-Drucksache 605/97, S. 59, 96). Dieser sachliche Grund für eine Abweichung von der Regelverjährung besteht unverändert fort.

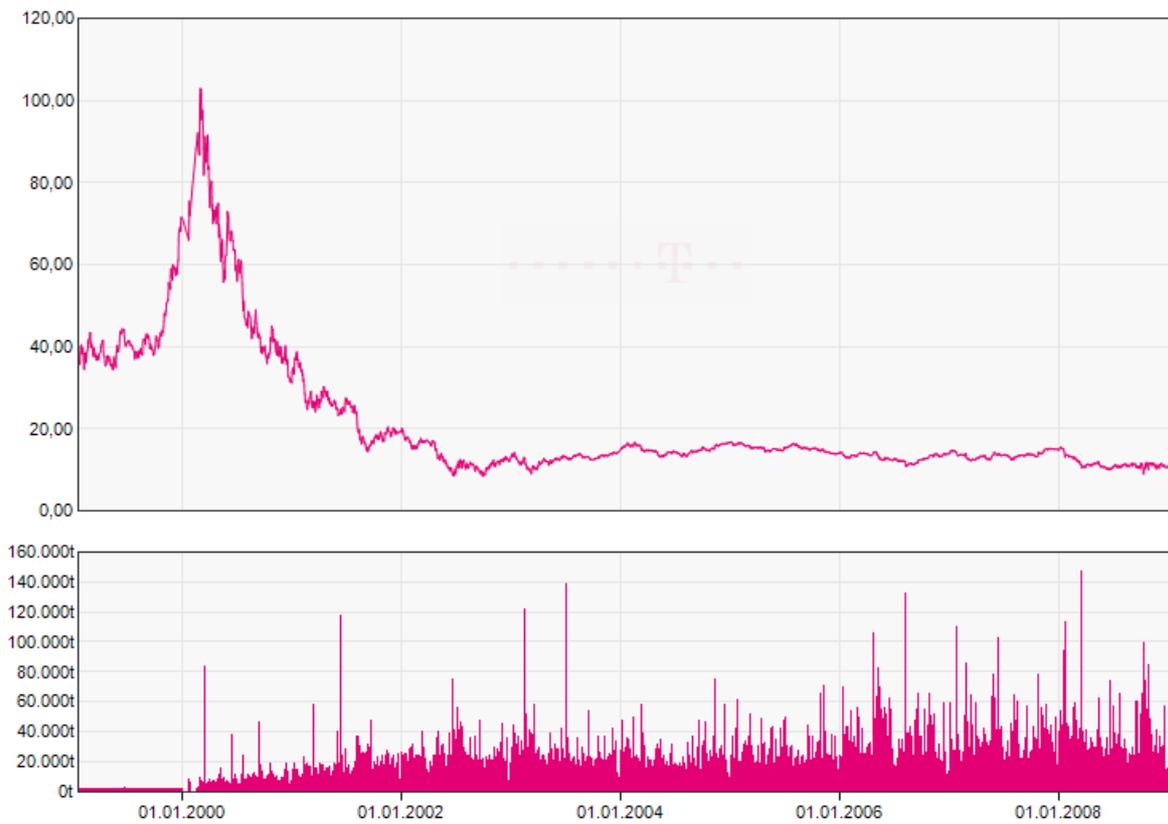
Dies belegen beispielsweise die Kursentwicklungen der Telekom-Aktie und die Schwankungen des Index DAX, welche den folgenden Grafiken entnommen werden können:

Schwankungen des DAX in diesem Zeitraum:



Quelle: Deutsche Börse AG, Zeitraum 21. Januar 1999 bis 21. Januar 2009

Kursentwicklung der Telekom-Aktie innerhalb der letzten zehn Jahre:



Quelle: Deutsche Telekom AG, Zeitraum 21. Januar 1999 bis 21. Januar 2009

- **Allgemeine Verjährungsfrist wäre unangemessen lang**

Insbesondere ist der Grund für die kurze Verjährung des § 37a WpHG nicht etwa nach der Verkürzung der Regelverjährung durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz entfallen. Auch die neue Verjährungsfrist des § 195 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) ist für Ansprüche im Zusammenhang mit volatilen Werten deutlich zu lang (siehe vorstehende Schaubilder). Gemäß § 199 Abs. 1 Nr. 2 und § 199 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 BGB würden sich Verjährungszeiträume ergeben, die deutlich mehr als drei Jahre, im Höchstfall sogar zehn Jahre betragen.

Voraussetzung für den Fristbeginn der Dreijahresfrist des § 37a WpHG ist die Entstehung des Anspruchs. Im Gegensatz zu § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB kommt es auf die Kenntnis des Gläubigers von den anspruchsbegründenden Umständen nicht an. Damit wird den Besonderheiten des Kapitalmarktes Rechnung getragen.

Mit einer Anknüpfung an die Kenntnis der anspruchsbegründenden Umstände gem. § 199 Abs. 1 BGB und damit an einen Zeitpunkt, der sich nach subjektiven Umständen bestimmt, wäre dies nicht mehr der Fall. So fordert die Rechtsprechung für diese Kenntnis zwar keine rechtliche Würdigung, sie bejaht die Kenntnis vom Schaden aber erst dann, wenn dem Geschädigten die Erhebung einer Schadensersatzklage, sei es auch in der Form einer Feststellungsklage, Erfolg versprechend, wenn auch nicht risikolos, möglich ist. In Fällen unzureichender Aufklärung gehört hierzu ferner auch die Kenntnis der Umstände einschließlich der wirtschaftlichen Zusammenhänge, aus denen sich die Rechtspflicht zur Aufklärung ergibt. Daraus kann gefolgert werden, dass der subjektive Anknüpfungspunkt nach § 199 Abs. 1 BGB wesentlich unsicherer zu bestimmen und im Prozess zu beweisen ist als das objektive Kriterium des § 37a WpHG. Die Folge wären wesentlich längere Fristen.

**Der Anleger erhielte somit ohne die spezielle Verjährungsregelung des § 37a WpHG die Möglichkeit, in einem Zeitraum von 10 Jahren auf Kosten seines Vertragspartners zu spekulieren, selbst nach Kenntnis bzw. grob fahrlässiger Unkenntnis der Anspruch begründenden Umstände noch bis zu vier Jahre lang (vgl. §§ 195, 199 Abs. 1 BGB), da die Frist erst mit dem Schluss des Jahres beginnt, in dem der Anspruch entstanden ist (Beispiel: Eintritt des Schadens am 1. Januar, ab dem Verjährungsbeginn 31. Dezember noch drei weitere Jahre).**

Um die Zeitspanne, während derer ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit einem Anspruch rechnen muss, überschaubar zu halten, ist auf Grund der Besonderheiten von Wertpapiergeschäften daher eine verkürzte Verjährungsfrist und ein an objektiven Kriterien orientierter Verjährungsbeginn weiterhin geboten. Durch eine Streichung des § 37a WpHG würde einem Anleger die Möglichkeit eröffnet werden, auf Kosten seines Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu spekulieren. Denn er wird seinen Anspruch nur dann

geltend machen, wenn der Kurs am Ende der Verjährungsfrist unterhalb des Einstiegspreises liegt.

Auch die schnell abnehmende Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursentwicklung trifft nicht nur für Ad-hoc-Mitteilung, Börsen- und Verkaufsprospekte, sondern auch für die dem Anleger vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen einer Anlageberatung gegebenen Informationen zu. So betont die Gesetzesbegründung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz auch, dass es keinen Unterschied mache, ob die Informationen dem Anleger in einem individuellen Gespräch oder durch einen Prospekt übermittelt wurden (BR-Drucksache, a. a. O.). Daher sollte die kurze Verjährungsfrist und der an objektiven Kriterien orientierte Verjährungsbeginn bei Ansprüchen aufgrund fehlerhafter Anlageberatung und Information beibehalten werden.

- **Kurze Verjährungsfrist angemessener Ausgleich für Beweiserleichterungen zugunsten der Anleger**

Die abweichende Verjährungsregel des § 37a WpHG ist auch deshalb sachgerecht, weil zugunsten von Anlegern bei der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen wegen Verletzung von Beratungspflichten im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften Beweiserleichterungen bestehen: Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung wird in diesen Fällen die haftungsbegründende Kausalität zu Lasten der Schuldner (Wertpapierdienstleistungsunternehmen) vermutet, d. h., diese sind darlegungs- und beweispflichtig, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßem Verhalten eingetreten wäre (vgl. BGHZ 151, 5, 12 f.). Diese Vermutung ist in der Praxis kaum zu widerlegen, so dass regelmäßig mit Vorliegen einer schuldhaften Pflichtverletzung auch ein Schadensersatzanspruch – jedenfalls dem Grunde nach – gegeben ist. Mit zunehmender Zeit wird eine Widerlegung faktisch unmöglich.

Auch insoweit besteht wieder eine Parallele zu Ad-hoc-Mitteilungen, Börsen- und Wertpapierprospekten. Erst durch die kurze Verjährungsfrist des § 37a WpHG wird ein ausgewogenes Haftungsregime geschaffen, d. h., die kurze Verjährungsfrist des § 37a WpHG ist der angemessene Ausgleich für die o. a. Beweiserleichterungen zugunsten des Anlegers.

- **Sachgerechtigkeit der Beibehaltung des § 37a WpHG in der Vergangenheit bereits mehrfach bestätigt**

Schließlich ist die Rücknahme der erst im Jahre 1998 (§ 37a WpHG) eingeführten Regelungen dem Vertrauen der Marktteilnehmer in gesetzgeberische Entscheidungen abträglich und würde zudem die Verlässlichkeit unternehmerischer Planung erheblich beeinträchtigen.

Zunächst wurde § 37a WpHG im Rahmen des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes vom 26. November 2001 nicht aufgehoben und damit die Sachgerechtigkeit dieser Sonderrege-

lung bestätigt. Dies belegt auch die Beibehaltung von **zahlreichen Sonderverjährungsfristen nach der Schuldrechtsmodernisierung**. Beispielsweise besteht eine **gewährleistungsrechtliche Sonderverjährung bei kauf- und werkvertraglichen Mängelansprüchen** (vgl. § 438 Abs. 1 Nr. 3 bzw. § 634a Abs. 1 BGB), wonach die **Verjährungsfrist zwei Jahre** beträgt, die **zudem** nicht ab Kenntnis oder grob fahrlässiger Unkenntnis beginnt, sondern **an den objektiven Tatbestand der Lieferung oder Fertigstellung anknüpft**. Auch wenn diese Regelungen teilweise Ausfluss europäischer Richtlinienvorhaben sind, betont der Gesetzgeber in seiner Begründung immer wieder auch die Sicherheit des Geschäftsverkehrs, der es auch zulassen sollte, dass ein Anspruch bereits verjährt sein kann, wenn der Anspruchsteller noch keine Kenntnis von dem Mangel genommen haben kann (vgl. beispielsweise die Begründung zu § 634a, BT-Drucks. 14/6040, S. 263 f.). Bereits aus diesen abweichenden Verjährungsfristen kann daher der Schluss gezogen werden, dass von den allgemeinen Verjährungsregelungen abweichende Sonderverjährungsfristen gerechtfertigt sind, wenn dies durch besondere Umstände des betroffenen Rechtsbereiches gerechtfertigt werden kann. Solche besonderen, sachlichen Gründe sind gerade im Wertpapiergeschäft gegeben (ausführlich hierzu bereits oben).

Darüber hinaus wurde die Sachgerechtigkeit des § 37a WpHG in Kenntnis der neuen allgemeinen Verjährungsvorschriften des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes noch einmal ausdrücklich bestätigt, indem in der Gesetzesbegründung bei der neu geschaffenen kurzen Verjährungsfrist des § 37d WpHG ausdrücklich auf § 37a WpHG Bezug genommen wurde (BT-Drucksache 14/8017, S. 95).

- **Fazit**

Ein Festhalten an der kurzen Verjährungsfrist des § 37a WpHG halten wir aus den vorstehend genannten Gründen, nicht zuletzt auch der Notwendigkeit einer Gleichbehandlung mit vergleichbaren Sachverhalten im Bereich des Kapitalmarktes bzw. des allgemeinen Geschäftsverkehrs, und damit im Interesse des Finanzplatzes bzw. Standortes Deutschland für dringend angezeigt.

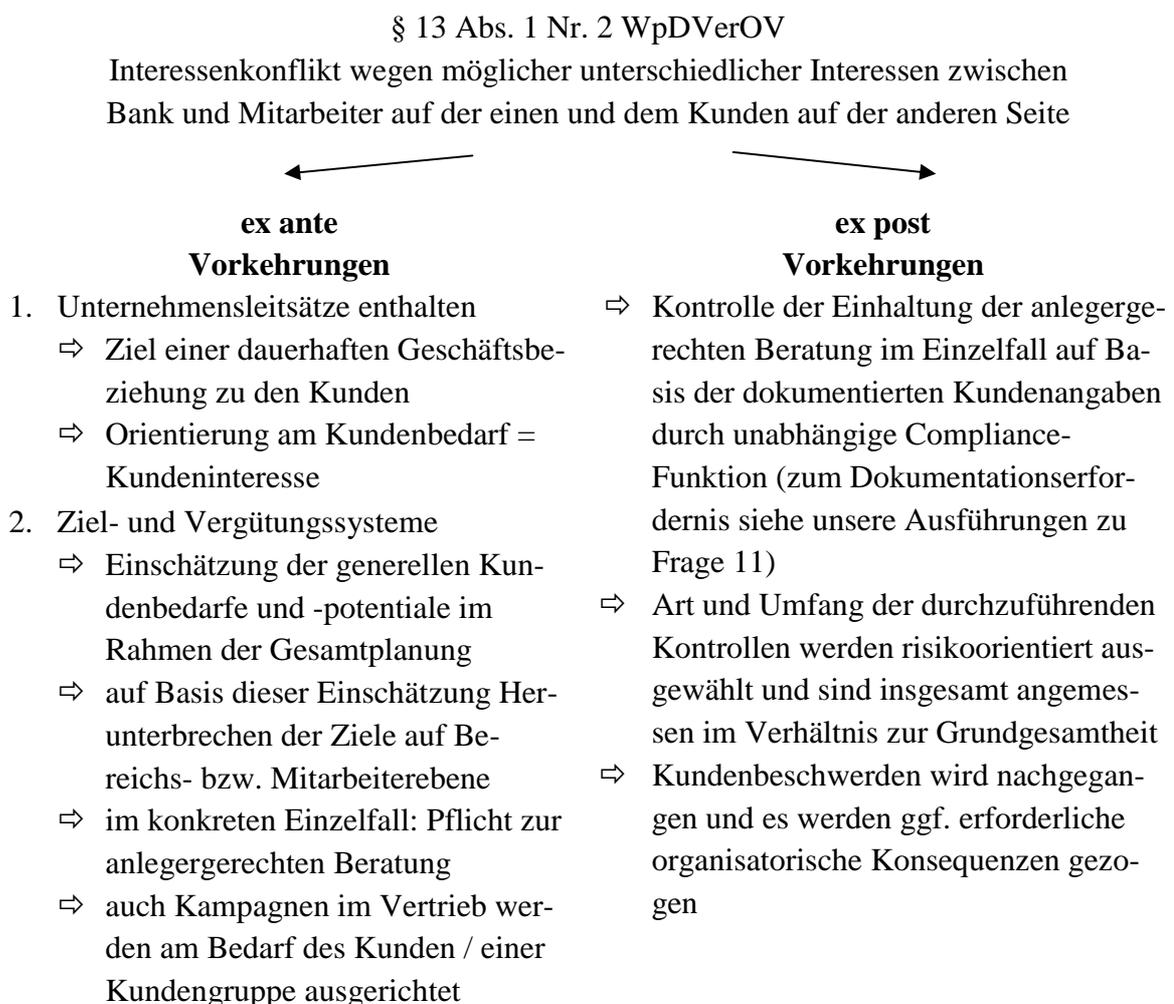
#### **14. Was kann von Anbieterseite getan werden, um den für die Verbraucher ungünstigen Anreizwirkungen eines provisionsbasierten Vertriebs entgegenzuwirken?**

Nach der Rechtsprechung des BGH sind Kreditinstitute verpflichtet, ihre Kunden im Rahmen der Anlageberatung darauf hinzuweisen, dass und in welcher Höhe sie Zuwendungen von Dritten erhalten. Die Aufklärung dient dazu, dem Kunden einen insofern bestehenden Interessenkonflikt des Kreditinstitutes offenzulegen. Der Kunde wird hierdurch in die Lage versetzt, das Umsatzinteresse des Kreditinstitutes selbst einzuschätzen und zu beurteilen, ob das Kreditinstitut ihm einen bestimmten Titel nur deshalb empfiehlt, weil es

selbst daran verdient (vgl. BGH, Urteil vom 19. Dezember 2006, Az.: XI ZR 56/05, Rdnr. 22 f.).

Darüber hinaus sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die ihren Mitarbeitern eine erfolgsbezogene Vergütung zahlen, verpflichtet, angemessene organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu verhindern (vgl. § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG i. V. m. § 13 WpDVerOV). Hierzu haben sie Grundsätze festzulegen und dauerhaft anzuwenden. Den Privatkunden sind eine Beischreibung dieser Grundsätze und darüber hinaus auf Wunsch jederzeit Einzelheiten zu diesen Grundsätzen zur Verfügung zu stellen (vgl. § 5 Abs. 2 Nr. 1 h) und i) WpDVerOV).

Je nach Art und Umfang der Geschäftstätigkeit und Ausgestaltung der erfolgsbezogenen Vergütung können die organisatorischen Vorkehrungen beispielsweise wie folgt aussehen:



3. Ausrichtung der Mitarbeiterführung an  
1. + 2.  
⇒ Mitarbeiter prüft jeweils bei einer  
Anlageberatung den konkreten  
Kundenbedarf (= anlegergerechte  
Beratung)
4. Nachvollziehbarkeit der unter 1. bis 3.  
getroffenen organisatorischen Vorkeh-  
rungen

Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind also **bereits heute verpflichtet, ausreichende und nachvollziehbare organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine anlegergerechte Anlageberatung im Einzelfall auch im Falle des Erhalts von Zuwendungen bzw. der Zahlung einer erfolgsbezogenen Vergütung an Mitarbeiter sicherzustellen.** Ob die vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen getroffenen Maßnahmen ausreichend sind, wird durch die interne Revision sowie durch Wirtschaftsprüfer/Prüfungsverbände/Prüfungsstellen und die BaFin geprüft.

Ferner erscheint **fraglich, ob der deutsche Gesetzgeber mit Blick auf Zuwendungen oder eine erfolgsbezogene Vergütung abweichende oder sogar weitergehende Regelungen vorsehen könnte.** Die MiFID und die hierzu erlassenen Durchführungsbestimmungen enthalten auch insoweit eine abschließende Regelung. Zusätzliche Anforderungen können von den Mitgliedsstaaten nur unter sehr engen Voraussetzungen erlassen werden (vgl. Art. 4 der MiFID-Durchführungsrichtlinie), die hier nicht erfüllt sein dürften.

**Sehen Sie mittelfristig Möglichkeiten für eine Abkehr vom provisionsbasierten Vertrieb?**

Eine Abkehr vom ausschließlich provisionsbasierten Vertrieb ist nicht zuletzt abhängig von der Kundenbereitschaft, für eine Beratung zu bezahlen (ausführlich hierzu unsere Antwort zu den Fragen 8 und 9).

**15. Welchen Regulierungsbedarf sehen Sie in Bezug auf die Verbraucherrechte, um Anleger besser vor Falschberatung zu schützen (z. B. Haftungsrecht und Beweislastregeln etc.)?**

Wir verweisen zunächst auf unsere Ausführungen zu den Fragen 11 bis 14. Diese zeigen unseres Erachtens deutlich, dass die Anlageberatung bereits umfassend geregelt ist, es also keinen weiteren Regulierungsbedarf gibt.

Soweit es in Einzelfällen zu einer fehlerhaften Beratung kommt, ist es Aufgabe u. a. der unabhängigen Compliance-Funktion zu klären, inwieweit diese fehlerhafte Beratung auf grundsätzliche organisatorische Mängel in dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zurückzuführen ist, und dafür zu sorgen, dass diese Mängel zukünftig abgestellt werden. Anknüpfungspunkt für ein Tätigwerden der Compliance-Funktion sind dabei die Kundenbeschwerden sowie die Ergebnisse der Ex-post-Kontrolle auf Einhaltung der Anforderungen an eine anleger- und objektgerechte Anlageberatung (siehe unsere Ausführungen zur Frage 14).

Den Anlegern steht darüber hinaus das kostenlose Ombudsmannverfahren der kreditwirtschaftlichen Verbände sowie ggf. ergänzend der Klageweg zur Verfügung.

## **16. Worin liegen die grundsätzlichen Ursachen für Falschberatungen im Bereich der Finanzanlagen?**

Unseres Erachtens gibt es bisher keine Erkenntnisse dafür, dass es im Rahmen der Anlageberatung im Bereich der Finanzanlagen systematisch bzw. generell zu fehlerhaften Beratungen der Anleger durch Kreditinstitute kommt.

Zu beachten ist, dass eine Anlageberatung immer einer Ex-ante-Einschätzung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens erfordert, und zwar

- allgemein: welche Risiken mit dem Anlageprodukt, das empfohlen werden soll, verbunden sein können und zu welchem Anlegerprofil dieses Anlageprodukt daher passt;
- im Einzelfall durch den Berater: auf Basis der vom Kunden mitgeteilten Angaben zu seinen Anlagezielen, seiner Risikobereitschaft, seinen Erfahrungen, seinen Kenntnissen und seinen finanziellen Verhältnissen, ob der Kunde über das entsprechende Anlegerprofil verfügt.

Diese Einschätzung kann bzgl. eines Anlageproduktes bzw. bzgl. eines Kunden im Einzelfall fehlerhaft sein, und zwar auch im Fall einer Honorarberatung.

## **17. Wie kann gewährleistet werden, dass Verbraucherinnen und Verbraucher künftig vor Vertragsabschluss von Geldanlage- und Altersvorsorgeprodukten besser über Risiken informiert werden und zwar in der Weise, dass die Risiken verstanden werden und der Verbraucher tatsächlich ein Wahlrecht hat?**

### **• Information über Risiken bereits heute umfassend geregelt**

Sämtliche Informationen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Kunden zur Verfügung stellen, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein (vgl. § 31 Abs. 2

Satz 1 WpHG). Dies bedeutet u. a., dass diese Informationen für den angesprochenen Kundenkreis verständlich sein müssen. Ferner dürfen mögliche Vorteile eines Anlageproduktes nur hervorgehoben werden, wenn gleichzeitig eindeutig auf etwaige damit einhergehende Risiken verwiesen wird. Wichtige Aussagen oder Warnungen dürfen nicht unverständlich oder abgeschwächt dargestellt werden (vgl. § 4 Abs. 1 und 2 WpDVerOV).

Diese Anforderungen gelten auch für die gegebenenfalls im Rahmen der Anlageberatung erforderlichen ergänzenden produktspezifischen Informationen.

Die Einhaltung dieser Anforderungen wird von der internen Revision geprüft. Die BaFin erhält über die von den Wirtschaftsprüfern, Prüfungsverbänden bzw. Prüfungsstellen jeweils zu erstellenden Prüfungsberichte Kenntnis davon, inwieweit die Wertpapierdienstleistungsunternehmen die ihnen obliegenden Anforderungen eingehalten haben.

Wertpapierprospekte müssen eine klare Risikobeschreibung an präsender Stelle enthalten. Hierin sind die mit dem Wertpapier für den Anleger verbundenen Risiken, insbesondere etwaige Verlustszenarien, eindeutig anzugeben. Die Risikobeschreibung darf nicht mit einer Darstellung der Chancen der Anlage vermischt werden, um dem Anleger die Risiken eindeutig vor Augen zu führen. Wertpapierprospekte müssen von den zuständigen Aufsichtsbehörden, in Deutschland von der BaFin, vor der Veröffentlichung gebilligt werden. Dabei wird geprüft, ob der Wertpapierprospekt in Übereinstimmung mit dem geltenden Recht erstellt wurde. Diese Wertpapierprospekte kann der Anleger unmittelbar beim Emittenten erhalten. Ferner sind sie auf der Internetseite der BaFin abrufbar.

Folglich sehen wir keinen gesetzgeberischen Handlungsbedarf mit Blick auf eine bessere Information über Risiken.

- **Wahlrecht der Anleger bereits heute gegeben**

Der Anleger hat bereits aufgrund der verschiedenen Anbieter ein Wahlrecht. Ferner entspricht es durchaus der Praxis, dass Anleger nicht nur instituts-, konzern- bzw. verbundene Anlageprodukte erwerben können, sondern auch solche von Drittanbietern.

Aufgrund der hohen Anforderungen an die Anlageberatung einerseits und der Vielzahl von angebotenen Anlageprodukten andererseits können Kreditinstitute ihren Kunden eine Anlageberatung immer nur bzgl. eines begrenzten Angebots an Anlageprodukten anbieten. Dies gilt auch für Honorarberatung.

Auch der BGH hat in einem Urteil von Ende 2006 keinen Beratungsfehler darin gesehen, dass eine Bank ausschließlich bank-, konzern- oder institutsgruppeneigene Anlageprodukte, nicht aber vergleichbare Produkte konkurrierender Banken oder Institutsgruppen empfiehlt. Im Einzelnen hat der BGH hierzu ausgeführt:

„...Maßgeblich für Kapitalanlageempfehlungen im gewöhnlichen Geschäftsverkehr einer Bank ist grundsätzlich das von ihr zusammengestellte Anlageprogramm (vgl. BGHZ 123, 126, 129). Soweit bank-, konzern- oder institutsgruppeneigene Anlageprodukte wie etwa Fondsanteile vorhanden sind, ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, dass solche Produkte, nicht aber vergleichbare konkurrierender Banken oder Institutsgruppen in das Anlageprogramm aufgenommen werden und die Bank nur solche Produkte, nicht aber Konkurrenzprodukte empfiehlt. Ebenso wenig wie ein Kreditnehmer, der sich von einer bestimmten Bank beraten lässt, kann ein Anlageinteressent, der die Beratung einer Bank in Anspruch nimmt, vernünftigerweise erwarten und erwartet auch nicht, dass die Bank ihm von sich aus Produkte konkurrierender Banken oder Institutsgruppen empfiehlt. Das gilt auch dann, wenn diese Produkte besser oder günstiger sind. Erst wenn die Bank gegenüber dem Kunden damit hervortritt, auch über Produkte konkurrierender Banken zu beraten, oder aber wenn der Anlageinteressent von sich aus die Erwartung zum Ausdruck bringt, auch über solche, etwa von ihm angesprochene Konkurrenzprodukte beraten zu werden, muss die Bank, wenn sie die Beratung insoweit nicht ablehnt, ihn auch darüber objektiv richtig und vollständig informieren und beraten und die Konkurrenzprodukte gegebenenfalls auch empfehlen.“ (BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az.: XI ZR 56/05, Rdnr. 21).

**18. Derzeit werden Finanzprodukte überwiegend provisionsorientiert verkauft. Nicht nur freie sogenannte Finanzberater, auch Banken und Sparkassen orientieren die Verkaufsstrategie zunehmend an der Provision, als am Kunden. Wie könnte die Verkaufsstruktur neu geregelt werden?**

Wir verweisen auf unsere Ausführungen zur Frage 14. Diese zeigen unseres Erachtens deutlich, dass es für Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits heute umfassende gesetzliche bzw. durch die höchstrichterliche Rechtsprechung aufgestellte Anforderungen gibt, um eine anlegergerechte Beratung auch im Falle gegebenenfalls bestehender Provisionsanreize sicherzustellen.

Auch für die Frage zu neuen Verkaufsstrukturen verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Frage 14.

**Regulierung von Produkten und Finanzvermittlern**

**19. Sollten alle Produkte, die der privaten Anlage dienen, einer Regulierung unterzogen werden, also etwa auch geschlossene Fonds?**

Geschlossene Fonds sind bereits nach dem Verkaufsprospektgesetz einer Regulierung unterzogen. Ihre weitergehende Regulierung wird unter dem zu Frage 1 erwähnten europäi-

schen Untersuchungsvorhaben zu substitute products erwogen. Daher sollte der deutsche Gesetzgeber dem europäischen Gesetzgeber nicht vorgreifen.

**20. Befürworten Sie einheitliche Zulassungs-, Registrierungs-, Aufsichts-, Transparenz- und Haftungsregeln für alle, auch ungebundene, Finanzvermittler? Sollten alle Finanzvermittler - wie bei Versicherungsvermittlern durch das VVG und den Ausführungsverordnungen vorgeschrieben - ein Mindestmaß an Qualifikation nachweisen und eine Berufshaftpflichtversicherung vorweisen?**

Diese Frage betrifft nicht unmittelbar Kreditinstitute, weshalb wir keine Antwort geben können.

**21. Sollte das in der letzten Legislaturperiode nicht verabschiedete Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG) wieder belebt und erneut in das parlamentarische Verfahren eingeführt werden?**

Vorausschicken möchten wir, dass Gegenstand des Diskussionsentwurfs eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) im Wesentlichen die Haftung von Leitungsorganen für unzutreffende Kapitalmarktinformationen war.

Der Zentrale Kreditausschuss (ZKA) hielt und hält den Diskussionsentwurf für grundlegend überarbeitungs- und verbesserungsbedürftig.

Zunächst sei darauf hingewiesen, dass die Haftung der Organmitglieder von Emittenten für jede Art von Pflichtverletzung schon nach geltender Rechtslage sehr weit ausgestaltet ist (vgl. §§ 93, 116 Aktiengesetz – AktG). Die Haftung der Organmitglieder ist dabei als Innenhaftung gegenüber dem Emittenten ausgestaltet. Im Außenverhältnis gegenüber Anlegern haftet – in Übereinstimmung mit dem das deutsche, aber auch das Aktienrecht einer Reihe anderer EU-Staaten prägenden Prinzip der Organhaftung – heute ebenfalls schon sehr weitgehend der gegenüber seinen Organmitgliedern in der Regel deutlich solventere Emittent (§§ 44 ff. Börsengesetz (BörsG), §§ 37 b, 37c WpHG, §§ 13, 13a Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG), § 127 InvG). Ein Mangel an materiellen Haftungsgrundlagen besteht somit – vielleicht abgesehen von Fällen der Insolvenz des Emittenten – nicht. Auch wenn Innenhaftungsansprüche des Emittenten gegenüber seinen Organmitgliedern in der Vergangenheit teilweise nicht geltend gemacht wurden, zeigt sich in den letzten Jahren doch eine deutliche Tendenz dahin, dass durch Pflichtverletzungen ihrer Organmitglieder geschädigte Unternehmen vermehrt Schadensersatzansprüche gegen diese geltend machen (vgl. Siemens, Hypo-Real-Estate, Kreditanstalt für Wiederaufbau).

Zudem sollte vorab kritisch geprüft werden, ob ein so gewichtiges rechtspolitisches Bedürfnis nach einer weitreichenden persönlichen Organaußenhaftung für fehlerhafte oder unvollständige Kapitalmarktinformation besteht, dass eine nationale „Insellösung“ ohne Einbettung in einen europäischen Regelungskontext gerechtfertigt ist. Wir sind der Auffassung, dass das Gesetz ohne eine europäische Harmonisierung der Organhaftung dem Finanzplatz Deutschland mehr schadet als nützt. Vor allem weil es an vergleichbaren Regelungen in den anderen europäischen Mitgliedsstaaten fehlt, würde ein solches Gesetz einen Anreiz für Emittenten setzen, bei der Wahl ihres Emissionsstandortes anderen Finanzplätzen den Vorzug vor dem deutschen Finanzplatz zu geben.

Im Übrigen verweisen wir auf unsere Stellungnahme vom 26. Oktober 2004 zum Diskussionsentwurf, die wir unserer heutigen Stellungnahme als **Anlage 3** in Kopie beigefügt haben.

**22. Was halten Sie von einem „Produkt-TÜV“, also einer Prüfung bzw. Zertifizierung neuer Finanzprodukte, bevor sie auf den Markt kommen?**

Die mit einem „Produkt-TÜV“ bzw. einer Zertifizierung einhergehende Erwartungshaltung einer inhaltlichen Prüfung der Produkte bzw. sogar einer (fortlaufenden) Risikoeinstufung dürfte faktisch nicht erfüllbar sein. Dies gilt erst recht für eine mögliche Erwartungshaltung der Anleger, es handele sich um Produkte, die in jedem Fall eine Rendite erzielen.

Eine Zertifizierung ist bereits mit großem bürokratischem Aufwand für Altersvorsorgeprodukte nach Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz eingerichtet worden. Eine Rechtsfolgenanalyse dieser Maßnahme ist nie durchgeführt worden, ist aber unbedingt erforderlich, bevor eine Ausweitung derartiger Maßnahmen auf weitere Produktbereiche erwogen werden sollte.

Wir lehnen einen derartigen Überbau ab, da wir – wie bereits ausgeführt wurde – ein Marktversagen in diesem Bereich nicht erkennen können, das staatliche Eingriffe erfordern und begründen würde. Ein „Produkt-TÜV“ bzw. eine Zertifizierung hätten auch nicht die konkreten Verluste der Anleger im Zuge der Finanzmarktkrise verhindert.

### Aufsicht/Kontrollmechanismen/BaFin

#### **23. Sollte der Schutz der Verbraucherinnen und Verbraucher Aufsichtsziel der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) werden oder wird hierdurch die Finanzmarktstabilität und die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörde und beaufsichtigtem Unternehmen gefährdet? Gibt es als Konsequenz der aktuellen Fälle weitergehende Forderungen an die BaFin?**

Die bewährte gesetzliche Regelungsstruktur des § 4 Abs. 4 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG; vormals § 6 Abs. 3 Kreditwesengesetz – KWG), wonach die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahrnimmt, sollte unverändert beibehalten werden. Es ist daran zu erinnern, dass der Gesetzgeber die entsprechende gesetzliche Regelung als Reaktion auf mögliche staatshaftungsrechtliche Konsequenzen aus dem „Wetterstein-Urteil“ und dem „Herstatt-Urteil“ geschaffen hat. Nachdem der Europäische Gerichtshof (EuGH) die europarechtliche Unbedenklichkeit dieser Regelung festgestellt hat, bestehen auch keinerlei rechtliche Bedenken an einer Fortführung des bisherigen Regelungsansatzes. Ganz im Gegenteil steht zu befürchten, dass bei einer Abkehr von diesem Prinzip eine marktwirtschaftskonforme Aufsichtskonzeption ernsthaft gefährdet würde. In diesem Zusammenhang sei nur auf eine entsprechende Befürchtung des Präsidenten der BaFin verwiesen, der bereits vor längerem mit Blick auf ein derartiges Szenario die Befürchtung geäußert hat, dass die BaFin bei einer entsprechenden Gesetzesänderung künftig eine Aufsichtsmaßnahme an die andere reihen müsste, um sich keiner Haftungsproblematik auszusetzen.

Ferner hat die insoweit bereits im Jahre 1979 von der damaligen Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage der Fraktionen der SPD und der FDP im Deutschen Bundestag gegebene Antwort nach wie vor Gültigkeit. Die damalige Bundesregierung hat darauf hingewiesen, dass eine Weiterentwicklung des Gesetzes über das Kreditwesen unter dem Gesichtspunkt des Verbraucherschutzes mit der gesamtwirtschaftlichen Zielsetzung dieses Gesetzes, die auf die Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kreditgewerbes und den Schutz der Bankgläubiger ausgerichtet ist, nicht vereinbar wäre (vgl. BT-Drucks. vom 9. Juli 1979, 8/3043, Ziffer 3).

Abgesehen von dieser eindeutigen Aufgabenzuweisung ist es jedoch auch heute schon so, dass die BaFin Verbraucherschutzaspekte nicht unberücksichtigt lässt. Dies dokumentiert bereits der im Zuge der Entstehung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Jahre 2002 eingerichtete Querschnittsbereich, der eine eigene Abteilung Q 2 mit der Bezeichnung „Verbraucher- und Anlegerschutz; Zertifizierung von Altersvorsorgeverträgen und besondere Rechtsfragen“ umfasst. Innerhalb dieser Abteilung beschäftigen sich verschiedene Referate unter anderem mit Grundsatzfragen des Verbraucherschutzes, mit der Bearbeitung von Beschwerden über beaufsichtigte Institutionen und es wird ein Verbrauchertelefon im Rahmen einer Callcenter-Lösung unterhalten. Insoweit ist festzuhalten,

dass Aspekte des Verbraucherschutzes bereits heute von der Bundesanstalt beachtet werden.<sup>14</sup>

Ferner ist ein allgemeines Mandat der BaFin, künftig auch Verbraucherschutz zu betreiben, bislang nicht vorgesehen. Es ist nicht Aufgabe der BaFin, vertragliche Rechtsstreitigkeiten zwischen Finanzdienstleistern und Verbrauchern zu schlichten, insbesondere vor dem Hintergrund ihrer Funktion, für die Stabilität des gesamten Finanzsystems zu sorgen.

Darüber hinausgehender gesetzgeberischer Maßnahmen bedarf es daher nicht.

#### **24. Sollte die BaFin die Einhaltung verbraucherschützender Informationspflichten wie der Preisangabenverordnung im Bereich Finanzdienstleistungen kontrollieren und die Öffentlichkeit über eine etwaige Nichteinhaltung informieren?**

Verbraucherschützende Informationspflichten haben sich in der Vergangenheit stetig ausgeweitet und werden sich auch in der Zukunft vermutlich auf weitere Rechtsgebiete im Bereich der Finanzdienstleistungen erstrecken. Folgende beispielhafte Aufzählung verschafft einen kurzen Überblick über wesentliche verbraucherschützende Informationspflichten:

- Einbeziehungsverfahren von allgemeinen Geschäftsbedingungen und sonstigen Sonderbedingungen nach § 305 BGB;
- preisrechtliche Informationspflichten nach Preisangabenverordnung, welche sich insbesondere auf den Preisaushang sowie auf das Preis- und Leistungsverzeichnis beziehen;
- Vorabinformationspflichten für spezielle Vertrags- und Vertriebsarten wie z. B. im Wertpapiergeschäft oder im Fernabsatz sowie zukünftig auch im Verbraucherkreditrecht;
- Informationspflichten in einzelnen Vertragsarten wie z. B. Verbraucherkreditvertrag;
- Informationspflichten über die Änderung von vertraglichen Konditionen im laufenden Vertragsverhältnis.

Diese und andere verbraucherschützende Informationspflichten unterliegen zahlreichen Kontrollmechanismen, welche die Annahme rechtfertigen, dass eine zusätzliche systematische Kontrolle durch die BaFin sowie eine entsprechende Information der Öffentlichkeit über eine etwaige Nichteinhaltung nicht erforderlich ist:

- **Kontrolle durch die Rechtsprechung:** So hat beispielsweise die Rechtsprechung eine umfangreiche Kasuistik entwickelt, mit welcher preisrechtliche Positionen im

---

<sup>14</sup> Siehe auch Antwort der Bundesregierung vom 1.12.2008 auf eine Kleine Anfrage der FDP-Fraktion.

Preisaushang und im Preis- und Leistungsverzeichnis auf ihre Zulässigkeit überprüft werden. Entsprechende Urteile werden durch die ZKA-Verbände kommuniziert und von den Mitgliedsinstituten umgesetzt. Ein weiteres Beispiel für die Kontrolle durch die Rechtsprechung ist die Widerrufsbelehrung, welche ebenfalls von der Rechtsprechung unter verschiedenen Aspekten als rechtlich bedenklich eingestuft wurde.

- **Kontrolle durch die Gesetzgebung:** Entsprechende Urteile oder Ausführungen seitens der Rechtsprechung sowie gegebenenfalls einschlägige Literaturstimmen führen regelmäßig zu einer Modifikation der Gesetzgebung, so wie beispielsweise zuletzt geschehen für den Fall der Widerrufsbelehrung, bei welcher das Bundesministerium der Justiz das Muster für die Widerrufsbelehrung in der BGB-Informationspflichtenverordnung nach einschlägigen Ausführungen der Rechtsprechung modifiziert hat.
- **Kontrolle durch die Verwaltung:** Insbesondere für das Preisrecht ist festzustellen, dass es sich hierbei um Ordnungsrecht der Länder handelt und damit für die Einhaltung des Preisrechts die Ordnungsbehörden der Länder zuständig sind. Aus diesem Grund ist gerade der Preisaushang u. a. auch mit den Ordnungsbehörden der Länder im so genannten Bund-Länder-Ausschuss abgestimmt worden.
- **Kontrolle durch den Wettbewerb:** Im Wettbewerb der Kreditinstitute untereinander kommt es regelmäßig zu Abmahn- oder Unterlassungsverfahren, wenn ein Kreditinstitut feststellt, dass ein anderes Kreditinstitut eine unzulässige Regelung verwendet oder eine unzulässige Preisangabe praktiziert. Derartige Abmahn- und Unterlassungsverfahren können in der Regel durch Einschaltung der ZKA-Verbände einvernehmlich gelöst werden.
- **Kontrolle durch Verbraucherschutzverbände:** Auch Verbraucherschutzverbände kontrollieren die verbraucherschützende Praxis der Kreditinstitute durch die Einleitung von Abmahn- und Unterlassungsverfahren.
- **Kontrolle durch Verbraucheranfragen:** Auch Anfragen von Verbrauchern an Kreditinstitute, Verbände oder an die BaFin führen zur Kontrolle verwendeter Regelungen oder Preisangaben. In Einzelfällen ist die BaFin mit entsprechenden Anfragen auf die ZKA-Verbände zugegangen und hat – gestützt auf § 6 Abs. 2 KWG – hier um entsprechende Informationen gebeten.

Vor dem Hintergrund dieser umfangreichen Kontrollmechanismen, welche sich im Markt bewähren und welche im Zusammenhang mit einschlägiger Praxistätigkeit eine erhebliche Publikationswirkung haben, halten wir eine weitere systematische Kontrolle durch die BaFin in Verbindung mit Öffentlichkeitsinformationen für nicht erforderlich.

**25. Empfiehlt sich eine gesetzliche Regelung, wonach Erkenntnisse oder Gutachten der BaFin über Rechtsverstöße im Bereich Finanzvertrieb im Nachhinein veröffentlicht bzw. in einem Prozess verwertet werden können? Wenn ja, in welchem Gesetz sollte diese Regelung getroffen werden?**

Ein Zugriff von Dritten auf Informationen der BaFin könnte die auch außerhalb der gesetzlichen Anzeige- und Mitteilungspflichten für eine effiziente Aufsicht zwingend erforderliche Kooperationsbereitschaft der Kreditinstitute grundsätzlich in Frage stellen. Das Aufsichts- bzw. Informationsverhältnis zwischen der BaFin und den von ihr beaufsichtigten Instituten stellt sich als ein vielschichtiges Gefüge aus der Erfüllung gesetzlicher Auskunftspflichten und Informationspflichten und einem – freiwilligen – vertraulichen, informellen Informationsaustausch zu allen aufsichtsrelevanten Fragestellungen dar.

Eine solche (beiderseitige) Offenheit setzt voraus, dass sichergestellt ist, dass die von einem Kreditinstitut zur Verfügung gestellten schriftlichen und mündlichen Informationen auch von der Aufsicht vertraulich behandelt werden. Die in den Aufsichtsgesetzen für diesen Bereich statuierten – europarechtlich gebotenen – umfassenden besonderen Verschwiegenheitspflichten der Aufsicht bilden die Grundlage für das derzeitige vertrauensvolle Zusammenwirken zwischen Aufsicht und Institut. Müssten Kreditinstitute künftig befürchten, dass diese Informationen auch Dritten – z. B. im Rahmen einer streitigen Auseinandersetzung mit einem Kunden an den Prozessgegner zur Verfolgung etwaiger zivilrechtlicher Ansprüche – zugänglich gemacht werden, ist zu erwarten, dass sie sich künftig auf die gesetzlich geforderten (Mindest-)Angaben beschränken.

Die Gewährung von Akteneinsicht bei der BaFin – erst recht die Veröffentlichung von Erkenntnissen oder Gutachten der BaFin – liefe zudem auf eine weitgehende Aushöhlung des Bankgeheimnisses und die Unmöglichkeit der Wahrung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen der Kreditinstitute hinaus. Die Wahrung dieser Geheimnisse dient vornehmlich dem Zweck, personenbezogene Daten der Kunden der Kreditinstitute (z. B. Unterlagen zur Kreditwürdigkeit) zu schützen. Eine Veröffentlichung von Prüfungsergebnissen oder Gutachten der BaFin unter Wahrung des Schutzes personenbezogener Daten und von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen wäre angesichts des Umfangs solcher Vorgänge faktisch kaum durchführbar. Außerdem könnte nicht ausgeschlossen werden, dass im Einzelfall dennoch schützenswerte Daten übersehen und damit Unbefugten zugänglich gemacht werden.

Zweifelhaft ist schließlich, ob die Gewährung von Zugang zu den der BaFin vorliegenden Informationen im Einklang mit den kapitalmarkt- und aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf europäischer Ebene zur Verschwiegenheit der Aufsicht stehen würde.

Auch im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes Deutschland erscheint ein Zugriff von Dritten auf Informationen der Bankenaufsicht nicht geboten. So

zeigt ein Rechtsvergleich, dass das Spannungsverhältnis zwischen Informationsfreiheit und Verschwiegenheitspflicht in anderen Ländern mit bedeutenden Finanzstandorten dahingehend gelöst wurde, dass eine Bereichsausnahme für die Bankenaufsicht geschaffen wurde. So sieht beispielweise das schweizerische Bundesgesetz über das Öffentlichkeitsprinzip der Verwaltung oder in den USA der Freedom of Information Act eine Bereichsausnahme für die Bankenaufsicht vor. In Großbritannien ist ein gewichtiger Teil der Informationen der Financial Services Authority ausdrücklich vom Anwendungsbereich des dortigen Freedom of Information Act ausgenommen.

Von einer gesetzlichen Regelung, wonach Erkenntnisse oder Gutachten der BaFin über Rechtsverstöße im Bereich Finanzvertrieb im Nachhinein veröffentlicht bzw. in einem Prozess verwertet werden können, ist daher nachdrücklich abzuraten.

**26. Wie bewerten sie die Einführung einer sektorspezifischen Interessenvertretung in Form eines Watchdogs (Marktwächters) nach britischem Vorbild, der den Markt beobachtet, Verbraucheraufklärung weiter entwickelt, als Beschwerde- und Schlichtungsstelle fungiert und die Verbraucherinformation verbessert?**

Eine „Marktkontrolle“ erfolgt bereits heute zum einem durch die BaFin im Rahmen ihres Aufgabenkreises; u. a. werden Verbraucher vor unerlaubt betriebenen Bankgeschäften/Finanzdienstleistungen gewarnt. Zum anderen erfolgt eine „Marktkontrolle“ durch die Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) mit einem eigenen Fachbereich Finanzdienstleistungen, durch die 16 Verbraucherzentralen der Länder sowie durch die Stiftung Warentest mit der Redaktion Finanztest.

Ähnliche Aufgaben übernehmen auch Interessenverbände wie z. B. die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW) und die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V. (SdK).

Darüber hinaus erfüllen die Ombudsleute der Kreditwirtschaft aus unserer Sicht die Funktion unabhängiger Schlichter in vorbildlicher Weise.

Der ZKA hält das derzeitige Konzept der „Marktkontrolle“ für hinreichend effektiv und sieht deshalb keinen Bedarf für eine Erweiterung der bestehenden Aufgaben.

Stattdessen angezeigt ist eine Stärkung der Finanzkompetenz der Anleger. Die Kreditwirtschaft fordert seit langem eine Verbesserung der ökonomischen Bildung, z. B. durch ein eigenständiges Schulfach Wirtschaft. Die Verbesserung der Anlegerinformation ist ein Thema der Financial education, das auch auf europäischer Ebene untersucht wird.

**27. Wie hat die BaFin den Zertifikatemarkt in der Vergangenheit kontrolliert?**

Es wird gefordert, dass die BaFin künftig die Interessen aller Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer vertreten soll, somit auch die der Verbraucherinnen und Verbraucher.

Wie könnte die Ausweitung der Aufgaben aussehen?

Wie kann sichergestellt werden, dass Informationen von Verbraucherinnen und Verbrauchern oder von Verbraucherorganisationen von der BaFin aufgegriffen und umgesetzt werden?

Wie müsste die BaFin ausgestattet sein, damit sie den Verbraucherschutz als eine ihrer Kernaufgaben wahrnehmen kann?

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Frage 23.

**28. Auch die Kontrollmechanismen in den Banken haben teilweise versagt. Wie kann erreicht werden, dass Aufsichtsräte und Vorstände ihre Kontrolle wahrnehmen?**

Das Binnenorganisationsrecht der Kreditinstitute (u. a. geregelt im AktG und im Genossenschaftsgesetz – GenG) enthält bereits heute umfassende und über Jahrzehnte entwickelte und bewährte Kontrollpflichten und -befugnisse der Aufsichtsorgane. Eine Unzulänglichkeit des materiellen Aufsichtsrechts ist nicht festzustellen, allenfalls ein Versagen bei der individuellen Wahrnehmung der gesetzlichen Kontrollpflichten bzw. -befugnisse im Einzelfall.

Entsprechendes gilt mit Blick auf die Pflicht zu einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung der Vorstände. Danach umfasst eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation nach § 25a KWG insbesondere ein angemessenes Risikomanagement einschließlich der Einrichtung interner Kontrollverfahren. Die Einhaltung der eingeführten Maßnahmen wird von der BaFin geprüft.

**29. Empfiehlt sich die Einrichtung eines „Marktwächters Finanzen“, der den Markt beobachten, Aufklärungskampagnen entwickeln, Warnungen vor schädlichen Produkten aussprechen und Abmahnungen und Klagen gegen irreführende Werbung und rechtswidrige AGBs durchführen soll?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 26.

**30. Wäre die europäische Form von Stiftung Warentest das geeignete Instrument, um wieder Sicherheit für die Verbraucher im Finanzmarkt herzustellen?**

Die Stiftung Warentest leistet bei der Prüfung von Produkten und Dienstleistungen wichtige Aufklärungsarbeit für die Verbraucher. Die Information der Verbraucher über Finanzdienstleistungen erfolgt dabei im Wege einer gesonderten Publikation (Finanztest) und bildet bereits heute einen wesentlichen Schwerpunkt der Tätigkeit dieser Institution.

Ferner verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 26.

**Einlagensicherung**

**31. Bei der Abwicklung der Auszahlung der Kaupthing-Spareinlagen an Verbraucher über die isländische Einlagensicherung gab es vielfältige Probleme.**

**Wie kann sichergestellt werden, dass künftig schnell notwendige Informationen an Verbraucherinnen und Verbraucher weitergegeben werden?**

Grundsätzlich muss sich ein Kunde, der Geld bei einem ausländischen Kreditinstitut anlegt, insbesondere in einem Nicht-EU-Mitgliedsstaat (z. B. bei der Kaupthing-Bank), selbst über das bestehende Sicherungssystem informieren. Es obliegt dann seiner Einschätzung, ob er dieses Sicherungssystem und den Herkunftsstaat des Institutes für zuverlässig und solide hält.

Es muss letztlich der freiwilligen Entscheidung des Anlegers überlassen bleiben, ob er wegen eines höheren Zinsertrages bereit ist, sich mit einem ausländischen (gegebenenfalls betragsmäßig limitierten) Sicherungssystem zufrieden zu geben. Dass den Anlegern diese Risiken bekannt und bewusst sind, zeigt sich aus unserer Sicht schon daran, dass die Einlagen bei derartigen ausländischen Instituten den bislang nach EU-Recht gewährten Mindestschutz von 20.000 EUR in der Regel nicht überschreiten.

**Wie können die Einlagen bei europäischen Banken außerhalb Deutschlands effektiver gesichert werden?**

Aus unserer Sicht bedarf es hinsichtlich der gesetzlichen Einlagensicherung keiner Änderung der Regularien. Die EU-Einlagensicherungsrichtlinie bietet bereits bislang eine ausreichende Rechtsgrundlage. Die Frage, ob die jeweiligen nationalen Sicherungssysteme ausreichend zahlungskräftig sind, obliegt der Entscheidung und Kontrolle des jeweiligen Mitgliedsstaates.

### **Wie kann eine schnelle Regulierung erreicht werden?**

Im Hinblick auf die Finanzkrise haben sich EU-Kommission, Rat und Parlament bereits auf eine Änderung und Ergänzung der Einlagensicherungsrichtlinie verständigt. Danach soll das Sicherungsniveau auf zunächst 50.000 EUR erhöht werden. Eine weitere Erhöhung auf 100.000 EUR bis zum 31. Dezember 2010 steht derzeit noch unter dem Vorbehalt des Ergebnisses einer Auswirkungsstudie der EU-Kommission. Damit wird der Einlegerschutz deutlich verbessert. Außerdem ist vorgesehen, die Information der Einleger über das Sicherungssystem zu verbessern. Diese Regelungen wurden in Brüssel außerordentlich schnell durchgesetzt und sollen bereits im ersten Halbjahr 2009 in nationales Recht umgesetzt werden.

### **Könnte eine europäische Clearingstelle bspw. bei der Europäischen Zentralbank eine Lösung sein?**

Die Einführung einer europäischen „Clearingstelle“, beispielsweise bei der Europäischen Zentralbank, erscheint aus unserer Sicht nicht zielführend. Auch eine gegenseitige Absicherung der europäischen Sicherungssysteme ist aus unserer Sicht nicht sinnvoll. Sie würde letztlich zu einem einheitlichen EU-weiten Sicherungssystem bzw. zu einer Überlaufregelung zwischen den Mitgliedsstaaten führen. Das würde zwangsläufig zu einer Deckelung der Einlagensicherung auf einem Niveau führen, das für alle Mitgliedsstaaten akzeptabel wäre. Bezogen auf die Mitgliedsstaaten, die insoweit ein hohes Schutzniveau haben, würde dies zu einer deutlichen Reduzierung des Anlegerschutzes führen. Dies gilt gerade für Deutschland, da neben der gesetzlichen Einlagensicherung über freiwillige Sicherungsfonds der privaten und öffentlichen Banken und die Institutssicherungssysteme der Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken ein nahezu vollumfänglicher Schutz gegeben ist.

### **Wie kann eine europaweit agierende Finanzaufsicht aufgestellt werden?**

Die Frage einer europaweit agierenden Finanzaufsicht stellt sich u. E. nicht im Kontext mit Verbraucherschutzfragen, sondern ausschließlich mit Blick auf die Sicherstellung der Solvenz der beaufsichtigten Institute. Sie betrifft folglich das Bankaufsichtsrecht.

### **Wie können die Einlagensicherungen der europäischen Länder abgesichert werden, um ein Versagen der Sicherungssysteme zu verhindern?**

Bei der aktuellen Finanzmarktkrise handelt es sich um eine Krise internationalen Ausmaßes. Derartige Entwicklungen können nicht allein über die Einlagensicherungssysteme der Mitgliedsstaaten abgedeckt werden. Bei derartigen Krisen ist der bzw. sind die Staaten gefordert. Die Einlagensicherungssysteme haben ihre Aufgabe darin, Fehlentwicklungen einzelner Institute in der jeweiligen Region zu kompensieren.

**Könnte künftig die Abwicklung nach einem Sicherungsfall bei europäischen Banken über die deutsche Einlagensicherung erfolgen, um organisatorische Probleme und Schwierigkeiten zu lösen?**

Es muss der Grundsatz gelten, dass die jeweilige Einlagensicherung nur für die Abwicklung hinsichtlich der ihr angehörenden Mitglieder zuständig ist. Inwieweit eine Einlagensicherung darüber hinaus zur Abwicklung bereit ist, muss ihrer Entscheidung überlassen bleiben.

**Ratingagenturen**

**32. Ratingagenturen waren mitverantwortlich für das Entstehen der Finanzkrise. In welcher Weise kann ein Versagen der Ratingagenturen künftig verhindert werden?**

Das Bestreben der Europäischen Kommission, die Rating-Agenturen auch in Europa verbindlichen Regeln zu unterwerfen, unterstützen wir, um die Durchsetzung von – möglichst internationalen – Standards für Rating-Agenturen innerhalb der Europäischen Union zu gewährleisten. Zu dieser Frage hat der ZKA in einer eigenen Stellungnahme jüngst Position bezogen, die wir als **Anlage 4** beifügen.

**Finanzmarkt grundsätzlich**

**33. Welche Rolle spielte fehlender Verbraucherschutz in der aktuellen Finanzmarktkrise?**

Zu dieser Frage liegt uns kein aussagefähiges empirisches Material vor.

Die Vermutung liegt u. E. jedoch nahe, dass die Verluste der Anleger in der aktuellen Finanzmarktkrise in jedem Fall eingetreten wären, d. h. unabhängig von der Frage, ob der Verbraucherschutz derzeit ausreichend ist. Die Gründe für die Finanzmarktkrise sind bekanntermaßen vielschichtig (siehe z. B. US-Immobilienkrise) und die Auswirkungen waren im Einzelnen nicht vorhersehbar.

**34. Welche Rolle spielten unlautere Maßnahmen von Banken, Sparkassen sowie anderer Finanzdienstleister in der aktuellen Finanzmarktkrise?**

Zu dieser Frage liegt uns kein aussagefähiges empirisches Material vor.

**35. Ist damit zu rechnen, dass es infolge der Finanzmarktkrise 2009 und 2010 zu weiteren Zusammenbrüchen von Finanz- und Kreditinstituten oder sonstigen Anlageformen zu Lasten der Verbraucherinnen und Verbraucher kommt?**

Die weltweit vorgenommenen staatlichen Sicherungsmaßnahmen für die Finanzindustrie sind darauf ausgelegt, Finanz- und Kreditinstitute vor weiteren Zusammenbrüchen zu schützen.

**Ist in dem Zusammenhang nach Ihren Erkenntnissen mit einer Zunahme der Überschuldung von privaten Haushalten und Insolvenzen von KMU's zu rechnen?**

Insgesamt hat sich in Deutschland die Überschuldungssituation von privaten Haushalten aufgrund der bis ins Frühjahr 2008 stabilen Konjunktursituation spürbar entspannt. Zum Stichtag 1. Oktober 2008 waren (laut Creditreform) rund 6,9 Millionen Bürger über 18 Jahre überschuldet oder wiesen nachhaltige Zahlungsstörungen auf. Dies ist eine Reduktion um 470.000 Personen gegenüber dem Vorjahr. Diese Verbesserung ist vor allem eine Folge der Entspannung auf dem Arbeits- und Beschäftigungsmarkt. Allerdings ist zu befürchten, dass mit einem Wiederanstieg der Arbeitslosigkeit im Zuge der aktuellen Rezession auch die Überschuldung der privaten Haushalte zunehmen wird. Die Konjunkturindikatoren weisen derzeit deutlich nach unten. Nach der Erfahrung früherer Konjunkturzyklen ist zu erwarten, dass im Nachgang einer Rezession auch die Überschuldung wieder zunehmen wird.

In der mittelständischen Wirtschaft zeigt sich auch für Oktober und November 2008 noch eine weitgehend intakte Investitionsdynamik. Nur vereinzelt berichten Betriebe über ein geringeres Unternehmenswachstum. Akutelle Umfragen – u. a. der Deutschen Bundesbank – belegen, dass es aktuell „keine allgemeine Kreditverknappung“ gibt (vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Januar 2009).

**Wären die Schuldnerberatungsstellen bei einer angenommenen Zunahme von Überschuldungen in der Lage, die Betroffenen zeitnah und seriös zu beraten sowie zu unterstützen?**

Zu der Tätigkeit der Schuldnerberatungsstellen kann der ZKA keine Aussage treffen.

**36. Können Sie abschätzen, welcher volkswirtschaftliche Schaden jährlich durch falsche oder überbewertete Kapitalanlageprodukte verursacht wird?**

Eine Schätzung würde zunächst eine Verständigung darüber voraussetzen, wann ein „falsches oder überbewertetes Kapitalanlageprodukt“ vorliegt und welche Schäden zu berücksichtigen sind.

sichtigen wären. Nach unseren Erkenntnissen gibt es daher bisher keine fundierte Schätzung, welcher volkswirtschaftliche Schaden jährlich durch falsche oder überbewertete Kapitalanlageprodukte verursacht wird.

Auch die im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz erstellte Studie „Anforderung an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidung“ vom September 2008 liefert eine solche Schätzung nicht. Diese Studie behauptet lediglich pauschal, dass die Vermögensschäden auf Grund mangelbehafteter Finanzberatung jährlich auf 20 bis 30 Milliarden EUR geschätzt werden (vgl. Seite 12 der Studie), ohne dass die Verfasser der Studie näher ausführen, wie sie bzw. die Quelle, auf die sie sich stützen, zu dieser Aussage gelangen.

Möglicherweise bezieht sich die Aussage in der Studie auf den Grauen Kapitalmarkt. Die dort getätigten Anlagegeschäfte führen nach öffentlich bekannten, allerdings schon älteren Berechnungen zu jährlichen volkswirtschaftlichen Verlusten von etwa 20 Milliarden EUR pro Jahr.

**37. Gibt es im Versicherungsbereich im Zusammenhang mit dem Verbraucherschutz auf Finanzmärkten Handlungsbedarf zur Verbesserung des Verbraucherschutzes?**

Diese Frage betrifft nicht unmittelbar Kreditinstitute, weshalb wir keine Antwort geben können.

**38. Halten Sie es für erforderlich, die Kreditvergabe verantwortlicher und sozial gerechter zu gestalten? Wenn ja, welche Möglichkeiten sehen Sie, dies umzusetzen? Welche Vorteile würde das für die Verbraucherinnen und Verbraucher sowie den Finanzmarkt und die Volkswirtschaft bringen? Gibt es hierfür Beispiele einer guten Praxis auf europäischer oder internationaler Ebene? Falls nein, warum nicht?**

In ihrer Verantwortung gegenüber Kreditnehmern vergeben Kreditinstitute Finanzierungen nur, wenn dies für Kunden aus Risikogründen vertretbar und eine Kreditrückzahlung unter den gegebenen Bedingungen wahrscheinlich ist. Eine verantwortungsvolle Kreditvergabe wird darüber hinaus gegenwärtig bereits durch die bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen gewährleistet. Risikoanalyse und Bonitätsprüfungen der Kreditnehmer werden aufgrund entsprechender gesetzlicher Vorschriften (KWG, Solvabilitätsverordnung – SolvVO) mittels eines eigens für diesen Zweck entwickelten Instrumentariums (Scoring-Verfahren/interne Ratingmodelle etc.), welches von den nationalen Bankaufsichtsbehörden regelmäßig überwacht wird, durchgeführt. Neben der Werthaltigkeit der dinglichen Sicherheiten kommt es vor allem auf die Prognose an, ob der Kreditnehmer zur Rückzahlung der Kreditsumme nebst Zinsen innerhalb der vereinbarten Laufzeit in der Lage ist.

Aus diesen Gründen sind Fehlentwicklungen, die in den USA zur Subprime-Krise geführt haben (z. B. häufig mehr als 100 %-ige Kreditfinanzierung von Immobilien), die wiederum Ausgangspunkt für die weltweite Finanzmarktkrise war, in Deutschland und der Europäischen Union in dieser Form nicht zu erwarten.

Aus der Subprime-Krise dürfen keine falschen Schlüsse für die Anforderungen der Schuldner-Bonitätsprüfung in Deutschland und der Europäischen Union gezogen werden. Insbesondere die Generierung neuer Haftungstatbestände zu Lasten der Kreditinstitute - beispielsweise in Form einer Verpflichtung zu einer "verantwortungsvollen Kreditvergabe" - birgt die Gefahr, dass sich die Kreditinstitute bei der Vergabe von Krediten zukünftig stärker zurückhalten, mit der Folge, dass insbesondere bonitätsmäßig schwächeren Verbrauchern der Zugang zur Kreditaufnahme erschwert würde. Die im Bankaufsichtsrecht verankerten Kreditprüfungspflichten müssen klar von vertragsrechtlichen Verpflichtungen getrennt bleiben.

Hinzu kommt, dass im Zuge des Gesetzes zur Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie, des zivilrechtlichen Teils der Zahlungsdiensterichtlinie sowie zur Neuordnung der Vorschriften über das Widerrufs- und Rückgaberecht dem Darlehensgeber aufgegeben werden soll, „dem Darlehensnehmer vor Abschluss eines Verbraucherdarlehensvertrags angemessene Erläuterungen zu geben, damit der Darlehensnehmer in die Lage versetzt wird, zu beurteilen, ob der Vertrag dem von ihm verfolgten Zweck und seinen Vermögensverhältnissen gerecht wird“ (§ 491a BGB-RegE).

Wir begrüßen das von der EU-Kommission erklärte Ziel, das Vertrauen der Verbraucher im Kreditgeschäft zu stärken. Ein erfolgreiches Beispiel in diesem Zusammenhang stellt der "Europäische Verhaltenskodex über vorvertragliche Informationen für Hypothekarkredite" dar, der in Deutschland flächendeckend eingesetzt wird. Der Kodex bzw. das so genannte Europäische Standardisierte Merkblatt (ESIS) gewährleistet, dass die Kunden europaweit vergleichbare, klare, korrekte und vollständige Angaben erhalten. Im Bedarfsfall werden Kunden über die Produktbeschreibung hinaus auch umfassend beraten.

Gegenwärtig untersucht die EU-Kommission, wie der Verhaltenskodex an neueste Marktentwicklungen angepasst werden könnte. In diesem Zusammenhang sei aber auch auf die Gefahren für den weiteren Erfolg des Kodex hingewiesen, die diesem beispielsweise aus den deutschen Umsetzungsvorgaben im Rahmen der Verbraucherkreditrichtlinie – die nunmehr vergleichbare Anforderungen auch für Hypothekarkredite vorsehen – erwachsen könnten. Gleichgerichtete zwingende regulatorische Verpflichtungen führen zwangsläufig dazu, dass das Selbstregulierungsinstrument "Verhaltenskodex" in den Hintergrund gedrängt bzw. obsolet wird. Damit würde beispielsweise auch die Flexibilität des Kodex im Hinblick auf eventuelle Anpassungen der Informationspflichten an die Entwicklungen der Märkte verloren gehen.

Darüber hinaus legen einzelne Kreditinstitute im Rahmen ihrer Geschäftspolitik besonders hohe Nachhaltigkeitsstandards an ihr Bankgeschäft. So ermöglicht bereits gegenwärtig die Vielzahl deutscher Kreditinstitute mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen, dass die Kunden eine aus ihrer Sicht passende und verantwortliche Bank für eine Kreditvergabe auswählen können.

**39. Welche Erfahrungen haben Sie in der jetzigen Finanzmarktkrise bei der Arbeit mit oder Beratung von Verbraucherinnen und Verbrauchern gemacht? Mit welchen Methoden wurden Verbraucherinnen und Verbraucher dazu gebracht, teilweise ihre gesamten Ersparnisse in riskanten Anlageprodukten anzulegen? Waren den Verbraucherinnen und Verbrauchern die Risiken ihrer Kapitalanlageprodukte bekannt? Welche Verbraucherinnen und Verbraucher sind insbesondere von Verlusten betroffen?**

Banken und Sparkassen begleiten ihre Kunden in vielen Fällen ein Leben lang. Eine ganzheitliche Beratung mit bedarfsorientierten Empfehlungen ist daher nicht nur im Sinne des Kunden, sondern auch im Sinne einer langfristig guten Beziehung zwischen Bank/Sparkasse und Kunden. Das Bedürfnis nach qualitativ hochwertiger Beratung durch verlässliche Finanzpartner ist daher besonders hoch. Die Gesamtanlage von Kundengeldern in Anlageprodukte, die nicht dem Risikoprofil des Kunden entsprechen oder den Anlagezweck erfüllen, widerspricht den Grundsätzen der ganzheitlichen Beratung und einer ausgewogenen Risikostreuung. Die Aufklärung des Kunden über mögliche Risiken der Geldanlage ist Voraussetzung für den Verkauf von Finanzprodukten. Die Beraterinnen und Berater der Banken/Sparkassen werden regelmäßig geschult, die Qualität der Beratung (Anleger- und Objektivität) wird durch die unabhängige Compliance-Funktion zeitnah kontrolliert und von der internen Revision sowie von den Wirtschaftsprüfern/Prüfungsverbänden/Prüfungsstellen und der BaFin in der Regel jährlich überprüft (ausführlich hierzu unsere Antworten zu den Fragen 14, 15 und 52).

**40. Welche Veränderungen auf europäischer und internationaler Ebene wären notwendig, um den Verbraucherschutz für Finanzmärkte zu verbessern?**

Der Bereich der Finanzdienstleistungen gehört bereits zu den am stärksten regulierten Bereichen, auch auf europäischer und internationaler Ebene. Im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan – FSAP) der Europäischen Kommission wurden seit 1999 insgesamt 42 Maßnahmen verabschiedet und umgesetzt. Der FSAP II der Europäischen Kommission sieht daher zu Recht lediglich noch einzelne, punktuelle Maßnahmen vor (ausführlich hierzu bereits unsere Antwort zur Frage 1).

In jedem Fall müsste vor jeder weiteren Regulierung eine Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt werden.

## **Rechtliche Rahmenbedingungen**

### **Zertifizierung**

**41. Welche Vorteile für die Verbraucherinnen und Verbraucher würde eine vereinfachte Prospektpflicht, ähnlich wie dies im Investmentfondsbereich vorgeschrieben ist, für Kapitalanlageprodukte bringen? Was müsste Inhalt der Prospekte sein, um die Anlegerinnen und Anleger transparent zu informieren und deren Richtig- und Vollständigkeit sicherzustellen? Welche europäischen Richtlinien oder Verordnungen müssten hierfür in welcher Weise verändert werden?**

Der vereinfachte Verkaufsprospekt für Investmentfonds hat sich nicht bewährt. Insbesondere war mit diesem Medium nicht der gewünschte Zuwachs an Transparenz und Übersichtlichkeit verbunden. Er stellt wegen seines im Vergleich zum ausführlichen Verkaufsprospekt nicht wesentlich geminderten Umfangs keine entscheidende Verbesserung für den Kunden bei der Beurteilung eines Investmentfonds dar. Aus Haftungsgründen wurde oftmals der ausführliche Verkaufsprospekt nur marginal gekürzt. Zudem hat sich in den Mitgliedsstaaten eine gemeinsame Linie, was den Inhalt des vereinfachten Verkaufsprospekts anbelangt, nicht herausgebildet. Insgesamt gilt die Implementierung des vereinfachten Verkaufsprospekts in nationales Recht europaweit als gescheitert. Ausnahmen bilden allein Dänemark und Irland. Korrespondierend mit diesem Befund tritt das Committee of European Securities Regulators (CESR) dafür ein, den vereinfachten Verkaufsprospekt im Investmentrecht durch die so genannte „Key Investor Information“ zu ersetzen. Hierbei handelt es sich um eine Zusammenfassung der maßgeblichen Eigenschaften eines Investmentfonds auf nicht mehr als zwei DIN A 4-Seiten.

Die Europäische Kommission hat diese Anregung aufgegriffen und im Juli 2008 ihren Vorschlag für eine Überarbeitung der Investmentfonds-Richtlinie unterbreitet, der in seinen Artt. 73 ff. das Institut der „Key Investor Information“ etabliert.

Vor diesem Hintergrund ist Bestrebungen, den vereinfachten Verkaufsprospekt neben Investmentfonds auf weitere Kapitalanlageprodukte anzuwenden, eine Absage zu erteilen.

**42. Welche Dringlichkeit messen Sie der Notwendigkeit bei, die angebotenen Anlageprodukte durch eine der öffentlichen Kontrolle unterstehende Einrichtung zertifizieren zu lassen?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 22.

**Halten Sie eine symbolisierte Kennzeichnung der Qualität der Produkte (ähnlich einer Ampelkennzeichnung für Lebensmittel) für sinnvoll und machbar?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 2.

**Sehen Sie mit Blick auf die Vermittlung von Zertifikaten besondere Anforderungen?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zur Frage 1.

**43. Gibt es Finanzprodukte, die nicht vom bisherigen Kontrollsystem erfasst sind? Wie könnte hier der Verbraucherschutz verbessert werden?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Antwort zu Frage 1 (Ausführungen zum Grauen Kapitalmarkt).

**Haftung**

**44. Welche Möglichkeiten sehen Sie, die Haftung der Emittenten von Wertpapieren und der Banken, die diese Papiere vertreiben, wirksamer zu gestalten?**

Wie bereits oben zu Frage 21 ausgeführt, ist die Haftung der Emittenten für unrichtige Kapitalmarktinformationen heute bereits sehr weitgehend ausgestaltet. Insofern wird auf die §§ 44 ff. BörsG, §§ 37b, 37c WpHG, §§ 13, 13a VerkProspG, § 127 InvG sowie die Rechtsprechung zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung verwiesen. Dies gilt auch für Ersatzansprüche gegenüber die eine Wertpapieremission begleitenden Kreditinstitute. Sie haften nach den vorstehend genannten Vorschriften weitgehend neben den Emittenten für schuldhaftes Pflichtverletzungen, insbesondere für unterlassene, unvollständige oder fehlerhafte Informationen gegenüber den Anlegern.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass viele der aktuell noch immer von der Rechtsprechung behandelten Fälle, in denen Anleger teilweise vergeblich versucht haben, Ersatzansprüche wegen der Veröffentlichung falscher Kapitalmarktinformationen gegenüber dem Emittenten geltend zu machen (z. B. in Sachen ComRoad, Infomatec oder

EM.TV), noch aus der Zeit des sog. Neuen Marktes stammen. Als Lehre aus den seinerzeitigen Ereignissen hat der Gesetzgeber allerdings bereits in den letzten Jahren eine Reihe schärferer Haftungsbestimmungen eingeführt, so etwa die §§ 37b, 37c WpHG im Rahmen des im Juli 2002 in Kraft getretenen Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes. Weitere Haftungsverschärfungen in materieller und prozessualer Hinsicht folgten 2004 mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) und 2005 mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG).

Es besteht somit bereits heute ein umfassendes und wirksames Haftungsregime für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen.

Entsprechendes gilt für die Haftung wegen fehlerhafter Anlageberatung. Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Fragen 11 bis 15.

Bevor erneut schärfere Haftungsregelungen eingeführt werden, sollte zunächst abgewartet werden, ob sich die in den letzten Jahren erst verschärften Bestimmungen in der Praxis bewähren. Konkrete Anzeichen dafür, dass dies nicht der Fall ist, existieren derzeit nicht. Unserer Ansicht nach bedarf es daher zurzeit keiner weitergehenden Gesetzesänderungen in diesem Bereich.

**45. Sehen Sie Möglichkeiten der Anknüpfung an die Vorschläge, die im Jahre 2004 von der Bundesregierung erarbeiteten, aber dann zurückgezogenen Entwurf zum sog. Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz vorgelegt worden sind, und inwieweit wären Vorschläge zu verbessern?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Fragen 21 und 44 sowie auf die als Anlage 3 beigefügten ZKA-Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen vom 26. Oktober 2004.

**46. Welche Gerichtsurteile im Zuge der Finanzkrise zu Falschberatungen von Bankkundinnen und -kunden sind bisher mit welchem Tenor gefällt worden? Welche Erfahrungen wurden in bisherigen Prozessen mit der Beweislast der Bankkundinnen und -kunden gemacht? Wie müsste die Beweislast verändert werden, um einen fairen Markt für Finanzdienstleistungen zu schaffen?**

Bisher sind nach unserem Kenntnisstand lediglich zwei erstinstanzliche Urteile zur möglichen fehlerhaften Beratung von Kunden von Kreditinstituten im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise ergangen. Bei Entscheidungen zur Anlageberatung ist zu berücksichtigen, dass es dabei auch auf die konkreten Umstände des Einzelfalls ankommt.

Die Frage der Beweislast in Prozessen wegen fehlerhafter Anlageberatung spielt nur dann eine Rolle, wenn

- das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Behauptung des Anlegers, er sei nicht anleger- und/oder objektgerecht beraten worden, nach Auffassung des Gerichtes substantiiert bestritten hat, d. h. nach Auffassung des Gerichtes ausreichend konkret dargelegt hat, wie es im einzelnen beraten hat (vgl. zum Erfordernis des substantiierten Bestreitens unsere Ausführungen zur Frage 12), und
- die Beweisaufnahme nach Überzeugung des Gerichts kein eindeutiges Ergebnis zu Gunsten einer der beiden Parteien ergeben hat.

Nur wenn diese beiden Voraussetzungen erfüllt sind, kommt es auf die Beweislast an.

Diese Beweislastverteilung ist auch in Rechtsstreitigkeiten wegen fehlerhafter Anlageberatung sachgerecht. Dies hat der BGH erst 2006 expliziert für die Anlageberatung in Wertpapieren bestätigt. Eine weitergehende Beweislastumkehr, insbesondere eine Verpflichtung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nachzuweisen, dass sie den Kunden ordnungsgemäß beraten haben, lehnen wir unter Berufung auf die Rechtsprechung des BGH nachdrücklich ab (ausführlich zum Ganzen unsere Ausführungen zur Frage 12).

Zu den erheblichen negativen Folgen, die eine Beweislastumkehr für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen hätte, verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Frage 47.

#### **47. Welche Vorteile bzw. Nachteile brächte die Umkehr der Beweislast bei fehlerhafter Anlageberatung?**

Zunächst sei noch einmal darauf hingewiesen, dass eine umfassende Beweislastumkehr dem deutschen Recht fremd ist und es bereits heute aufgrund der BGH-Rechtsprechung erhebliche Erleichterungen zugunsten der Anleger bei der Darlegungs- und Beweislast gibt (siehe unsere Ausführungen zur Frage 12).

**Eine weitere Beweislastumkehr zu Lasten der Institute würde diese** – ebenso wie eine Verlängerung der Verjährungsfrist bzw. weitere Risiken infolge neuer gesetzlicher oder aufsichtsrechtlicher Anforderungen – jeweils **zwingen, im Rahmen ihres Risiko-Controllings eine Neubewertung der Risiken vorzunehmen**. Ergebnis dieser Neubewertung könnte sein, dass Systemnachweise wie beispielsweise nachvollziehbare und damit auch für die interne Revision, die Wirtschaftsprüfer/Prüfungsverbände/Prüfungsstellen und die BaFin nachprüfbare organisatorische Vorkehrungen, um eine objektgerechte Anlageberatung sicherzustellen, nicht mehr als ausreichend angesehen würden und aus Sicht der Institute daher **generell Einzelnachweise erforderlich** sein könnten.

Einzelnachweise wiederum dürften **regelmäßig nur mittels Kundenunterschrift** möglich sein. Faktisch würde eine Einholung von Kundenunterschriften jedoch zu einem erheblichen Aufwand bzw. zu Nachteilen für alle Beteiligten führen:

■ **Nachweis einer anlegergerechten Anlageberatung**

Hier bestünde der Aufwand vor allem mit Blick auf die Bestandskunden. Von diesen wäre die Unterschrift unter die bereits in der Vergangenheit eingeholten und dokumentierten Kundenangaben vielfach noch nachträglich einzuholen. Lt. Bundesbank-Statistik vom Dezember 2008 wurden Ende September 2008 knapp 21 Millionen Wertpapierdepots bei Kreditinstituten geführt, darüber hinaus noch weitere 8 Millionen Wertpapierdepots bei Kapitalanlagegesellschaften. Es ist folglich davon auszugehen, dass für mehrere Millionen Bestandskunden und gegebenenfalls ihre Vertreter nachträglich die Kundenunterschrift unter die Dokumentation der Kundenangaben eingeholt werden müsste.

Ohne das Vorliegen der Unterschrift des Kunden und gegebenenfalls seines Vertreters könnte im Falle einer Beweislastumkehr zu Lasten der Institute zweifelhaft sein, ob sie den gegebenenfalls erforderlichen Nachweis, den Kunden bzw. seinen Vertreter anlegergerecht beraten zu haben, erbringen könnten.

■ **Nachweis einer objektgerechten Anlageberatung**

Der konkrete Inhalt des Beratungsgesprächs muss bisher nicht dokumentiert werden (siehe unsere Ausführungen zur Frage 12). Die bisher als ausreichend angesehenen organisatorischen Vorkehrungen zur Sicherstellung einer objektgerechten Beratung (ausführlich hierzu unsere Antwort zur Frage 11) wären möglicherweise im Falle einer weiteren Beweislastumkehr zu Lasten der Institute nicht mehr ausreichend.

Es erscheint aber auch zweifelhaft, ob mit einer bloßen Dokumentation des Beratungsgesprächs allein der Nachweis einer objektgerechten Anlageberatung geführt werden kann. Unter Risikogesichtspunkten könnten die Institute sich daher gezwungen sehen, zusätzlich jeweils eine Kundenunterschrift einzuholen.

Beides wäre mit einem erheblichen Aufwand für beide Beteiligten – Institut und Kunde – verbunden und aufgrund der erforderlichen Standardisierung der Dokumentation nur von begrenztem Aussagewert (ausführlich hierzu unsere Antwort zur Frage 11).

■ **Zwang zur Rückkehr zur papierhaften Dokumentation und Aufbewahrung**

Viele Institute dokumentieren aus Kostengründen heute nur noch unmittelbar im DV-System. Eine solche Dokumentation ermöglicht es auch, dem Kunden eine Kopie der Dokumentation auszuhändigen.

Ferner besteht der Vorteil einer systemseitigen Dokumentation in der Möglichkeit, eine elektronische Kundenakte anlegen zu können, aus der die aktuellen Kundenangaben sowie die dem Kunden bereits zur Verfügung gestellten Informationen für jeden Berater, also auch im Falle eines Beraterwechsels, ohne Weiteres ersichtlich sind.

Eine im Falle einer weiteren Beweislastumkehr für erforderlich erachtete Kundenunterschrift würde die Institute jedoch zwingen, zu der viel teureren papierhaften Dokumentation und Aufbewahrung zurückzukehren bzw. diese parallel neben der sinnvollen systemseitigen Dokumentation und Aufbewahrung durchzuführen. Eine parallele Dokumentation würde für die Institute zu einem zusätzlichen erheblichen Erfassungsaufwand führen sowie die Gefahr von Fehlern bei der Übertragung der papierhaften Dokumentationen ins System bergen.

■ **Nachweis nur bei Mitwirkung der Kunden möglich**

Ferner stellt sich folgendes grundsätzliches Problem: Was ist, wenn der Kunde nicht zu einer Unterschrift bereit ist? Der Kunde ist nicht zu einer Unterschrift verpflichtet. Er kann hierzu u. E. auch nicht verpflichtet werden.

Von der Bereitschaft des Kunden zur Unterschrift würde aber abhängen, ob die Institute den unter Risikogesichtspunkten erforderlichen, ggf. ausschließlich durch seine Unterschrift möglichen Nachweis erbringen können. Damit aber hätte es letztlich der Kunde durch sein Verhalten in der Hand zu bestimmen, ob dem Institut ein Einzelnachweis gelingt. Im Ergebnis könnte er das Institut u. U. selbst dann in Anspruch nehmen, wenn dieses keine Pflichtverletzung begangen hat. Das allgemeine Risiko, dass er mit Wertpapiergeschäften auch Verluste erleiden kann, könnte er so voraussichtlich vollständig auf das Institut abwälzen.

Dem kann auch nicht entgegen gehalten werden, dem Institut stünde es immer noch frei, in diesem Fall eine Anlageberatung abzulehnen. Zum Zeitpunkt einer Kundenunterschrift dürfte das Institut regelmäßig bereits eine Anlageberatung erbracht haben. Es würde selbst dann Gefahr laufen zu haften, wenn der Kunde das Geschäft nicht unmittelbar anschließend tätigt, aber auf Basis dieser Anlageberatung z. B. im Rahmen des Brokerage bzw. bei einem anderen Institut.

Unsere Ausführungen zeigen, dass eine weitere Beweislastumkehr zu Lasten der Institute

- dem grundsätzlich bestehenden, fairen Interessenausgleich zwischen Anspruchsteller und Anspruchsgegner widersprechen würde (siehe hierzu unsere Ausführungen zur Frage 12);
- nicht erforderlich ist, da der Kunde auch im Falle der Anlageberatung bereits heute eine beweisrechtlich ebenbürtige Stellung mit dem Institut hat (so ausdrücklich der BGH erst Anfang 2006, siehe hierzu unsere Ausführungen zur Frage 12);

- mit erheblichen rechtlichen Risiken für die Institute verbunden wäre, die nur mit einem unverhältnismäßigem Aufwand für beide Beteiligten vermieden werden könnte.

Bisher fehlt es auch an einer **Kosten-Nutzen-Analyse**. Diese wäre in jedem Fall **vorab erforderlich**.

**Wir lehnen daher eine weitere Beweislastumkehr zu Lasten der Institute nachdrücklich ab.**

#### **48. Welche Gründe sehen Sie für die Notwendigkeit der Verlängerung der Verjährungsfristen?**

Der ZKA hält eine Verlängerung der Verjährungsfrist nicht für sachgerecht. Zur Begründung verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Frage 13.

#### **Prozesskosten-Sicherungsfond**

#### **49. Welche Möglichkeiten haben Geschädigte von Lehman-Zertifikaten, ihre möglichen Prozesskosten in Form von Sammelklagen zu reduzieren?**

Der Begriff der Sammelklage ist dem deutschen Recht fremd. Gleichwohl besteht mit dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) eine Möglichkeit, die Gerichte im Verbund mit anderen Personen in Anspruch zu nehmen. Mit dem KapMuG kann in Schadensersatzprozessen wegen falscher, irreführender oder unterlassener Kapitalmarktinformationen ein Musterverfahren durchgeführt werden.

Soweit Ansprüche wegen einer behaupteten Falschberatung durch einen Anlageberater erhoben werden, ist im übrigen darauf hinzuweisen, dass es dabei stets um individuelle Sachverhalte geht, die einer gemeinsamen rechtlichen Klärung durch eine Vielzahl potentiell geschädigter Anleger generell nicht zugänglich sind. Anders als bei Fällen der Prospekthaftung, die gegebenenfalls in den Anwendungsbereich des KapMuG fallen, geht es hierbei nicht um die Klärung von Rechts- oder Tatsachenfragen, die für alle Erwerber der betroffenen Wertpapiere gleich zu beantworten sind (z. B. die Fehlerhaftigkeit einer Prospektangabe). Dies gilt unabhängig davon, ob es um eine Verfahrensbündelung mithilfe bestehender prozessualer Mittel - die im übrigen auch von der Bundesjustizministerin grundsätzlich als ausreichend angesehen werden - oder mithilfe neu zu schaffender kollektiver Rechtsschutzinstrumente geht.

**50. Welcher Voraussetzungen bedarf die Einrichtung eines Prozesskosten-Sicherungsfonds, der den Geschädigten von Lehman-Zertifikaten die Möglichkeit einräumen würde, einen Prozess zum Rückerhalt ihres Geldes bzw. Schadensersatz gegenüber den ausgebenden Banken und Sparkassen führen zu können, wie in einer Öffentlichen Petition vom 17.10.2008 an den Petitionsausschuss des Deutschen Bundestages gefordert wird?**

Die Einrichtung eines staatlichen Prozesskosten-Sicherungsfonds kann nicht befürwortet werden. Zunächst bleibt unklar, wer unter welchen Voraussetzungen in den Genuss dieser Institution gelangen soll. Denn die Abgrenzung in sachlicher und persönlicher Hinsicht dürfte erhebliche Gleichbehandlungsprobleme aufwerfen.

Darüber hinaus stellt das geltende Zivilprozessrecht mit der Prozesskostenhilfe ein Instrument zur Verfügung, das auch denjenigen eine Klage ermöglicht, die aufgrund ihrer wirtschaftlichen Verhältnisse die Kosten der Prozessführung nicht vollständig aufbringen können. Eine punktuelle staatliche Übernahme der Prozesskosten auf dem Gebiet des Schadensersatzanspruchs wegen vermeintlicher Fehlberatung würde einen Systembruch bedeuten, der nicht gerechtfertigt werden kann. Zudem würde dieser Sicherungsfonds auch solchen Anlegern das Prozesskostenrisiko abnehmen, die ihre Investition bewusst und sehenden Auges eingegangen sind und lediglich erlittene Verluste auf die Banken/Sparkassen abwälzen wollen. Unter diesen Umständen gewährte der Sicherungsfonds eine staatlich finanzierte Verkaufsoption der Anleger zu Lasten der Kreditinstitute. Schließlich hält der Markt ein hinreichendes Angebot an kommerziellen Prozessfinanzierern bereit, auf das die Anleger zurückgreifen können.

Eine staatliche Intervention sollte aus diesen Gründen unterbleiben.

## **Unabhängige und seriöse Finanzberatung**

### **Anreizsysteme**

**51. Sehen Sie gesetzgeberischen Bedarf, die aktuellen Anreizsysteme, die das beratende Personal zwecks höherer Abschlusszahlen und entsprechender Vergütungen zu immer offensiveren Beratungspraktiken drängen, stärker im Sinne des Verbraucherschutzes zu verbessern?**

Wir verweisen auf unsere Ausführungen zu der Frage 14. Diese zeigen unseres Erachtens deutlich, dass es bereits heute umfassende gesetzliche bzw. durch die höchstrichterliche Rechtsprechung aufgestellte Anforderungen gibt, um eine anlegergerechte Beratung auch im Falle von gegebenenfalls bestehenden Anreizen sicherzustellen.

## **Qualität der Beratung**

### **52. Welche Möglichkeiten des Gesetzgebers sehen Sie, die Anlagevermittler und Finanzberater auf eine verbesserte Qualifikation ihres bei der Beratung eingesetzten Personals zu verpflichten?**

Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind nach geltendem Recht verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und -nebendienstleistungen und damit u. a. auch die Anlageberatung mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse ihrer Kunden zu erbringen (vgl. § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Damit müssen die Berater der Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits heute über die erforderliche Qualifikation verfügen. Die Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen wird von der internen Revision sowie den Wirtschaftsprüfern/Prüfungsverbänden/Prüfungsstellen und der BaFin überprüft.

Wir sehen daher keinen gesetzgeberischen Handlungsbedarf mit Blick auf die notwendige Qualifikation von Beratern der Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

### **Halten Sie die Ausweitung der Dokumentationspflicht über die Vorschriften des MiFID hinaus für erforderlich?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Frage 14. Diese zeigen unseres Erachtens deutlich, dass eine weitergehende Dokumentationspflicht nicht sachgerecht und darüber hinaus eine national weitergehende Regelung europarechtlich auch nicht zulässig wäre.

### **Wie kann sichergestellt werden, dass alle Finanz- und Anlageberater für die unabhängige verbraucher-orientierte Finanzberatung qualifiziert sind?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Fragen 1, 8, 9, 14 und 17.

## Aufsicht

### **53. Inwieweit rechtfertigen die in großer Zahl bekannt gewordenen Fälle von Falschberatung die Notwendigkeit, die öffentliche Aufsicht über die Beratung von Verbraucherinnen und Verbrauchern bei Finanzdienstleistungen zu verbessern? Welche Maßnahmen wären erforderlich, um den Aufgabenbereich der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in diese Richtung zu erweitern?**

Dass Fälle von Falschberatung in großer Zahl bekannt geworden sind, kann aus unserer Sicht nicht bestätigt werden.

Die Einhaltung der Anforderungen an die Anlageberatung einschließlich der organisatorischen Anforderungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten aufgrund von Zuwendungen bzw. erfolgsbezogenen Vergütungen sowie die Anforderungen an die Zulässigkeit und Offenlegung von Zuwendungen unterliegt der umfassenden Aufsicht der BaFin. Sie ist Gegenstand der grundsätzlich jährlichen WpHG-Prüfung (vgl. § 36 WpHG). Nach § 4 Abs. 2 WpHG ist die BaFin befugt, die Erfüllung jeder der genannten Pflichten mittels Verwaltungsakt bei den betroffenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen durchzusetzen. Im Vorfeld wird die BaFin durch § 35 WpHG ermächtigt, umfassende Prüfungen vorzunehmen. Zu diesem Zweck kann die BaFin Auskünfte und die Vorlage von Dokumenten verlangen.

Die BaFin erhält ferner über die von den Wirtschaftsprüfern, Prüfungsverbänden bzw. Prüfungsstellen jeweils zu erstellenden Prüfungsberichte regelmäßig Kenntnis davon, inwieweit die Wertpapierdienstleistungsunternehmen die ihnen obliegenden Anforderungen eingehalten haben.

Neben den umfassenden Instrumenten und Maßnahmen, die die BaFin gegenüber den beaufsichtigten Instituten aufgrund des KWG bei Verstößen ergreifen kann (vgl. § 6 Abs. 3, § 36 und §§ 44 ff. KWG), hat die BaFin im Falle von Verstößen gegen die o. a. Anforderungen auch die Möglichkeit, gegen Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei zumindest leichtfertigen Anlageempfehlungen entgegen den vom Kunden mitgeteilten Kundenangaben ein Bußgeld von bis zu 100.000 Euro zu verhängen (vgl. § 39 Abs. 2 Nr. 16 und Abs. 4 WpHG).

Die BaFin verfügt somit über das gesamte Instrumentarium verwaltungsrechtlicher Zwangsmaßnahmen zur Durchsetzung der bestehenden Pflichten im Zusammenhang mit der Anlageberatung. Damit bestehen u. E. ausreichende gesetzliche Regelungen für eine wirksame Aufsicht durch die BaFin.

**54. Wie beurteilen Sie die Forderung nach Unterstellung von Derivates-Geschäften unter die staatliche Finanzaufsicht mit Blick auf Belange des Verbraucherschutzes?**

Derivate sind Finanzinstrumente im Sinne des WpHG. Sie unterfallen folglich der Aufsicht der BaFin.

**Institutionalisierung der Verbraucherberatung zu Finanzdienstleistungen**

**55. Wie kann gesichert werden, dass die Beratung der Verbraucherinnen und Verbraucher in Finanzdienstleistungen unabhängig, seriös und zielgruppenorientiert erfolgt? Unter welchen Bedingungen wären Bank- und Kreditinstitute hierzu in der Lage?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Fragen 1, 4, 8, 14 und 17.

**56. Wie beurteilen Sie die Forderung nach Einrichtung einer unabhängigen Finanzberatung für Verbraucherinnen und Verbraucher? Mit welchen Aufgaben sollte diese Einrichtung betraut sein? In welchem Umfang (in Prozent der betreuten Privathaushalte) sollte die Einrichtung tätig werden? Welche Möglichkeiten sehen Sie angesichts bekannt gewordener Probleme, die Allgemeinbildung der Bevölkerung in Finanzfragen zu verbessern?**

Hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen zu den Fragen 8, 9, 10 und 26.

Überdies möchten wir an dieser Stelle betonen, dass die Einrichtung einer solchen Finanzberatung für Anleger nach unserer Einschätzung keinen Königsweg zur Verbesserung der Qualität von Finanzentscheidungen privater Haushalte darstellt. Diese Finanzberatung bietet nicht *per se* eine qualitativ bessere oder gar fehlerfreie Beratung.

Bei aller zum Teil berechtigten Kritik an der Anlageberatung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf jedoch ein Aspekt nicht außer Acht gelassen werden: Einen erheblichen Anteil an der aktuellen Unzufriedenheit von Kunden mit bestimmten Finanzprodukten haben die in Deutschland unzureichenden Kenntnisse der Bevölkerung über Grundzusammenhänge in Anlageprodukten. Die Kreditinstitute bieten daher bereits heute bei der Kompetenz- und Wissensvermittlung an Schulen/Universitäten ihre Unterstützung an. Auch in der Erwachsenenbildung können zur Stärkung wirtschaftlicher und finanzieller Kompetenzen der Privathaushalte wichtige Beiträge seitens der Kreditwirtschaft geleistet werden. Der Vermittlung von finanziellem Basiswissen sollte daher zukünftig eine zentrale Rolle zukommen.

---

# **Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren**

**Grundlagen, wirtschaftliche Zusammenhänge,  
Möglichkeiten und Risiken**

Überreicht durch:

# Inhalt

<b>Zum Umgang mit dieser Broschüre</b>	<b>8</b>
<b>1 Inhalt und Aufbau der Broschüre</b>	<b>8</b>
<b>2 Selektives Lesen möglich</b>	<b>8</b>
<b>A Anlagestrategie und individuelle Anlagekriterien</b>	<b>9</b>
<b>B Möglichkeiten der Vermögensanlage</b>	<b>13</b>
<b>1 Verzinsliche Wertpapiere</b>	<b>14</b>
1.1 Grundlagen	14
1.2 Ausstattung	16
1.3 Kursbeeinflussende Faktoren während der Laufzeit	20
1.4 Sonderformen von Anleihen	20
1.5 Emissionsmärkte	25
1.6 Emittenten	26
1.7 Sicherheit verzinslicher Wertpapiere	28
<b>2 Aktien</b>	<b>32</b>
2.1 Grundlagen	32
2.2 Ausgestaltung von Aktien	32
2.3 Rechte des Aktionärs	34
2.4 Real Estate Investment Trusts (REITs)	37
<b>3 Genussscheine</b>	<b>40</b>
<b>4 Zertifikate</b>	<b>42</b>
4.1 Grundlagen	42
4.2 Klassifizierung von Zertifikaten anhand des Basiswerts	45
4.3 Klassifizierung von Zertifikaten anhand der Basiswertzusammensetzung	46
4.4 Klassifizierung von Zertifikaten anhand ihrer Struktur	47
4.5 Hebelzertifikate	52
<b>5 Investmentanteilscheine</b>	<b>56</b>
5.1 Grundlagen	56
5.2 Anbieter von Investmentfonds	56
5.3 Grundtypen angebotener Investmentfonds	57
5.4 Allgemeine Merkmale offener Investmentfonds in Deutschland	58
5.5 Gestaltungsmöglichkeiten bei offenen Investmentfonds	60
5.6 Besondere Arten von Investmentfonds	66
<b>6 Optionsscheine</b>	<b>68</b>
6.1 Grundlagen	68
6.2 Funktionsweise	69
6.3 Bewertungskriterien und Preisbildungsfaktoren	69

6.4	Arten und Anwendungsmöglichkeiten	74
<b>7</b>	<b>Alternative Investments</b>	<b>80</b>
7.1	Hedge-Fonds	80
7.2	Private Equity	81
7.3	Rohstoffe	82
<b>C</b>	<b>Basisrisiken bei der Vermögensanlage</b>	<b>83</b>
<b>1</b>	<b>Konjunkturrisiko</b>	<b>84</b>
<b>2</b>	<b>Inflationsrisiko (Kaufkraftisiko)</b>	<b>84</b>
<b>3</b>	<b>Länderrisiko und Transferrisiko</b>	<b>85</b>
<b>4</b>	<b>Währungsrisiko</b>	<b>86</b>
<b>5</b>	<b>Volatilität</b>	<b>87</b>
<b>6</b>	<b>Liquiditätsrisiko</b>	<b>87</b>
<b>7</b>	<b>Psychologisches Marktrisiko</b>	<b>88</b>
<b>8</b>	<b>Risiko bei kreditfinanzierten Wertpapierkäufen</b>	<b>88</b>
<b>9</b>	<b>Steuerliche Risiken</b>	<b>89</b>
<b>10</b>	<b>Sonstige Basisrisiken</b>	<b>90</b>
10.1	Informationsrisiko	90
10.2	Übermittlungsrisiko	90
10.3	Auskunftsersuchen ausländischer Aktiengesellschaften	90
10.4	Risiko der Eigenverwahrung	91
10.5	Risiken bei der Verwahrung von Wertpapieren im Ausland	91
<b>11</b>	<b>Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnerwartung</b>	<b>92</b>
<b>D</b>	<b>Spezielle Risiken bei der Vermögensanlage</b>	<b>95</b>
<b>1</b>	<b>Spezielle Risiken bei verzinslichen Wertpapieren</b>	<b>96</b>
1.1	Bonitätsrisiko	96
1.2	Zinsänderungsrisiko/Kursrisiko während der Laufzeit	99
1.3	Kündigungsrisiko	101
1.4	Auslosungsrisiko	101
1.5	Risiken bei einzelnen Anleiheformen	101
<b>2</b>	<b>Spezielle Risiken bei Aktien</b>	<b>108</b>
2.1	Unternehmerisches Risiko (Insolvenzrisiko)	108
2.2	Kursänderungsrisiko	108
2.3	Dividendenrisiko	110
2.4	Psychologie der Marktteilnehmer	110

2.5	Risiko der Kursprognose	111
2.6	Risiko des Verlusts und der Änderung von Mitgliedschaftsrechten	112
2.7	Risiko eines Zulassungswiderrufs („Delisting“)	113
2.8	Besondere Risiken bei Real Estate Investment Trusts (REITs)	113
<b>3</b>	<b>Spezielle Risiken bei Genussscheinen</b>	<b>116</b>
3.1	Ausschüttungsrisiko	116
3.2	Rückzahlungsrisiko	116
3.3	Kündigungsrisiko	116
3.4	Haftungsrisiko	116
<b>4</b>	<b>Spezielle Risiken bei Zertifikaten</b>	<b>118</b>
4.1	Spezielle Risiken bei allen Zertifikatetypen	118
4.2	Spezielle Risiken bei Zertifikaten auf Grund ihrer Struktur	120
4.3	Spezielle Risiken bei Hebelzertifikaten	121
<b>5</b>	<b>Spezielle Risiken bei Investmentanteilscheinen</b>	<b>124</b>
5.1	Fondsmanagement	124
5.2	Ausgabekosten	124
5.3	Risiko rückläufiger Anteilspreise	125
5.4	Risiko der Aussetzung	125
5.5	Risiko der Fehlinterpretation von Performance-Statistiken	126
5.6	Risiko der Übertragung oder Kündigung des Sondervermögens	127
5.7	Besondere Risiken bei börsengehandelten Investmentfonds	127
5.8	Besondere Risiken bei offenen Immobilienfonds	127
<b>6</b>	<b>Spezielle Risiken bei Optionsscheinen</b>	<b>130</b>
6.1	Allgemeines Kursrisiko	130
6.2	Verlustrisiko durch Kursveränderungen des Basiswerts	130
6.3	Verlustrisiko durch Veränderungen der Volatilität des Basiswerts	131
6.4	Verlustrisiko durch Zeitwertverfall	132
6.5	Risiko der Hebelwirkung	132
6.6	Risiko der Wertminderung und des Totalverlusts	133
6.7	Risiko der fehlenden Möglichkeiten zur Verlustbegrenzung	133
6.8	Verlustrisiko infolge der Komplexität exotischer Optionsprodukte	134
6.9	Emittentenrisiko	134
6.10	Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnchance	134
6.11	Währungsrisiko	134
6.12	Einfluss von Hedge-Geschäften des Emittenten auf die Optionsscheine	135
<b>7</b>	<b>Spezielle Risiken bei Alternativen Investments</b>	<b>138</b>
7.1	Spezielle Risiken bei Hedge-Fonds und Private Equity	138
7.2	Spezielle Risiken bei Hedge-Fonds	139
7.3	Spezielle Risiken bei Private Equity	141
7.4	Spezielle Risiken bei Rohstoffen	143

<b>E</b>	<b>Was Sie bei der Ordererteilung beachten sollten</b>	<b>145</b>
<b>1</b>	<b>Festpreisgeschäfte</b>	<b>146</b>
<b>2</b>	<b>Kommissionsgeschäfte</b>	<b>146</b>
2.1	Börsen und außerbörsliche Ausführungsplätze	147
2.2	Börsenhandel	147
2.3	Dispositionen bei der Auftragserteilung	150
2.4	Abwicklung von Kommissionsgeschäften	151
<b>3</b>	<b>Zahlungen Dritter an die Bank</b>	<b>152</b>
<b>4</b>	<b>Abrechnung von Wertpapiergeschäften</b>	<b>152</b>
<b>5</b>	<b>Risiken bei der Abwicklung Ihrer Wertpapieraufträge</b>	<b>152</b>
5.1	Übermittlungsrisiko	152
5.2	Fehlende Marktliquidität	153
5.3	Preisrisiko	153
5.4	Kursaussetzung und ähnliche Maßnahmen	153
<b>6</b>	<b>Risiken bei taggleichen Geschäften („Day Trading“)</b>	<b>154</b>
6.1	Sofortiger Verlust, professionelle Konkurrenz und erforderliche Kenntnisse	154
6.2	Zusätzliches Verlustpotenzial bei Kreditaufnahme	154
6.3	Kosten	154
6.4	Unkalkulierbare Verluste bei Termingeschäften	154
6.5	Risiko der Verhaltensbeeinflussung	155
<b>7</b>	<b>Die Emission von Aktien</b>	<b>155</b>
7.1	Festpreisverfahren	155
7.2	Bookbuilding	155
<b>F</b>	<b>Dienstleistungen im Zusammenhang mit Vermögensanlagen in Wertpapieren</b>	<b>157</b>
1	Vermögensverwaltung	158
2	Anlageberatung	158
3	Beratungsfreies Geschäft	159
4	Reines Ausführungsgeschäft	159
<b>G</b>	<b>Glossarium</b>	<b>161</b>
<b>H</b>	<b>Stichwortverzeichnis</b>	<b>164</b>



# Basisinformationen über Termingeschäfte

**Grundlagen, wirtschaftliche Zusammenhänge,  
Möglichkeiten und Risiken**

Überreicht durch:

# Inhaltsverzeichnis

<b>Zum Umgang mit dieser Broschüre</b>	<b>8</b>
<b>1 Inhalt und Aufbau der Broschüre</b>	<b>8</b>
<b>2 Selektives Lesen möglich</b>	<b>8</b>
<b>A Einführung</b>	<b>9</b>
<b>1 Vom Kassahandel zum Terminhandel</b>	<b>9</b>
<b>2 Grundformen</b>	<b>9</b>
2.1 Devisentermingeschäft	9
2.2 Aktienoptionen	10
<b>3 Erfüllung und Barausgleich; Glattstellung</b>	<b>11</b>
<b>4 Zweck von Termingeschäften</b>	<b>12</b>
<b>5 Arten von Termingeschäften</b>	<b>12</b>
<b>6 Börsliche und außerbörsliche Termingeschäfte</b>	<b>13</b>
<b>7 Sicherheitsleistung</b>	<b>15</b>
Exkurs: Funktionsweise einer Terminbörse am Beispiel der Eurex Deutschland	16
<b>8 Risiken von Termingeschäften</b>	<b>19</b>
<b>B Termingeschäfte im Einzelnen</b>	<b>23</b>
<b>1 Financial Futures</b>	<b>24</b>
1.1 Begriff und Wesen	24
1.2 Arten	27
1.3 Anwendungsmöglichkeiten	27
1.4 Preisbildung und Notierung von Futures	28
<b>2 Devisentermingeschäfte</b>	<b>32</b>
2.1 Begriff und Wesen	32
2.2 Preisbildung	33
2.3 Arten	33
2.4 Anwendungsmöglichkeiten	34
<b>3 Optionen</b>	<b>36</b>
3.1 Begriff und Wesen	36
3.2 Ausgestaltung von Optionsgeschäften	37
3.3 Preisbildung	38

3.4	Optionspositionen und Anwendungsmöglichkeiten	43
3.5	Spezielle Anwendungsmöglichkeiten	49
<b>4</b>	<b>Optionsscheine</b>	<b>58</b>
4.1	Begriff und Wesen	58
4.2	Funktionsweise	59
4.3	Bewertungskriterien und Preisbildungsfaktoren	59
4.4	Arten und Anwendungsmöglichkeiten	64
<b>5</b>	<b>Hebelzertifikate</b>	<b>70</b>
5.1	Begriff und Wesen	70
5.2	Arten: Klassifizierung anhand des Basiswerts	73
5.3	Arten: Klassifizierung anhand der Basiswertzusammensetzung	74
<b>C</b>	<b>Generelle Risiken bei Termingeschäften</b>	<b>77</b>
<b>1</b>	<b>Marktpreisrisiko</b>	<b>78</b>
<b>2</b>	<b>Risiko der Hebelwirkung</b>	<b>79</b>
<b>3</b>	<b>Risiko von Margin-Zahlungen</b>	<b>79</b>
<b>4</b>	<b>Liquiditätsrisiko</b>	<b>81</b>
<b>5</b>	<b>Korrelationsrisiko (Inkongruenzrisiko)</b>	<b>81</b>
<b>6</b>	<b>Risiken bei Geschäften an ausländischen Terminmärkten</b>	<b>82</b>
<b>7</b>	<b>Risiko bei kreditfinanzierten Termingeschäften</b>	<b>82</b>
<b>8</b>	<b>Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnerwartung bei börslich gehandelten Terminkontrakten</b>	<b>82</b>
<b>9</b>	<b>Steuerliche Risiken</b>	<b>83</b>
<b>10</b>	<b>Sonstige Risiken</b>	<b>84</b>
10.1	Informationsrisiko	84
10.2	Übermittlungsrisiko	84
10.3	Glattstellungsrisiko	84
10.4	Risiken bei der Verwahrung von verbrieften Wertpapieren im Ausland	85
<b>D</b>	<b>Spezielle Risiken bei Termingeschäften</b>	<b>87</b>
<b>1</b>	<b>Spezielle Risiken bei Financial Futures</b>	<b>88</b>
1.1	Marktpreisrisiko	88
1.2	Korrelationsrisiko	89
1.3	Lieferrisiko	89

<b>2</b>	<b>Spezielle Risiken bei Devisentermingeschäften</b>	<b>92</b>
2.1	Marktpreisrisiko	92
2.2	Transferrisiko	92
<b>3</b>	<b>Spezielle Risiken bei Optionen</b>	<b>94</b>
3.1	Marktpreisrisiko	94
3.2	Risiko der Wertminderung und des Totalverlusts	95
3.3	Stillhalterisiko	96
3.4	Adressenausfallrisiko	96
3.5	Risiko der Hebelwirkung	96
<b>4</b>	<b>Spezielle Risiken bei Optionsscheinen</b>	<b>100</b>
4.1	Allgemeines Kursrisiko	100
4.2	Verlustrisiko durch Kursveränderungen des Basiswerts	100
4.3	Verlustrisiko durch Veränderungen der Volatilität des Basiswerts	101
4.4	Verlustrisiko durch Zeitwertverfall	102
4.5	Risiko der Hebelwirkung	102
4.6	Risiko der Wertminderung und des Totalverlusts	103
4.7	Risiko der fehlenden Möglichkeiten zur Verlustbegrenzung	103
4.8	Verlustrisiko infolge der Komplexität exotischer Optionsprodukte	103
4.9	Emittentenrisiko	104
4.10	Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnchance	104
4.11	Währungsrisiko	104
4.12	Einfluss von Hedge-Geschäften des Emittenten auf die Optionsscheine	105
<b>5</b>	<b>Spezielle Risiken bei Hebelzertifikaten</b>	<b>108</b>
5.1	Risiko der Hebelwirkung	108
5.2	Totalverlustrisiko durch Knock-out	108
5.3	Der Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnchance	108
5.4	Einlösung nur bei Fälligkeit; Verkauf der Zertifikate	108
5.5	Emittentenrisiko	109
5.6	Allgemeines Kursrisiko	109
5.7	Korrelationsrisiko	109
5.8	Liquiditätsrisiko	110
5.9	Risiko des Wertverfalls	110
5.10	Währungsrisiko	110
5.11	Einfluss von Hedge-Geschäften des Emittenten auf die Zertifikate	110
<b>E</b>	<b>Was Sie bei der Ordererteilung beachten sollten</b>	<b>111</b>
<b>1</b>	<b>Geschäfte an der Eurex Deutschland</b>	<b>113</b>
1.1	Handel	113
1.2	Dispositionen bei der Auftragserteilung	113
<b>2</b>	<b>Geschäfte in Optionsscheinen und Hebelzertifikaten</b>	<b>116</b>
2.1	Festpreisgeschäfte	116
2.2	Kommissionsgeschäfte	116
2.3	Dispositionen bei der Auftragserteilung	119

2.4	Abwicklung von Kommissionsgeschäften	120
2.5	Zahlungen Dritter an die Bank	121
2.6	Abrechnung von Wertpapiergeschäften	121
<b>3</b>	<b>Risiken bei der Abwicklung Ihrer Wertpapieraufträge</b>	<b>122</b>
3.1	Übermittlungsrisiko	122
3.2	Fehlende Marktliquidität	122
3.3	Preisrisiko	122
3.4	Kursaussetzung und ähnliche Maßnahmen	122
<b>4</b>	<b>Risiken bei taggleichen Geschäften („Day Trading“)</b>	<b>123</b>
4.1	Sofortiger Verlust, professionelle Konkurrenz und erforderliche Kenntnisse	123
4.2	Zusätzliches Verlustpotenzial bei Kreditaufnahme	123
4.3	Kosten	124
4.4	Unkalkulierbare Verluste bei Termingeschäften	124
4.5	Risiko der Verhaltensbeeinflussung	124
	<b>Glossar</b>	<b>125</b>
	<b>Sonderbedingungen für Termingeschäfte</b>	<b>133</b>
	<b>Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte</b>	<b>135</b>
	<b>Stichwortverzeichnis</b>	<b>137</b>



# ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E.V. BERLIN  
BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E.V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND E.V. BERLIN-BONN  
VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E.V. BERLIN

Anlage 3

## **Stellungnahme**

**des Zentralen Kreditausschusses  
zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes  
zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen  
(Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG)  
vom 7. Oktober 2004**

**26. Oktober 2004**

## A. Zusammenfassung

Der Zentrale Kreditausschuss hält den Diskussionsentwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) für grundlegend überarbeitungs- und verbesserungsbedürftig.

Vorab sollte kritisch geprüft werden, ob ein so gewichtiges rechtspolitisches Bedürfnis nach einer weitreichenden persönlichen Organaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation besteht, dass eine nationale „Insellösung“ ohne Einbettung in einen europäischen Regelungskontext gerechtfertigt ist. Wir sind der Auffassung, dass das Gesetz ohne eine europäische Harmonisierung der Organhaftung dem Finanzplatz Deutschland mehr schadet als nützt. Dies nicht zuletzt deshalb, weil sich die aus dem Gesetz ergebenden Haftungsrisiken für die betroffenen Organmitglieder angesichts einer Vielzahl neuer und bislang noch nicht in der Praxis erprobter Transparenzpflichten auf absehbare Zeit nicht hinreichend kalkulieren lässt. Vor allem weil es an gleichwertigen Regelungen in den anderen europäischen Mitgliedstaaten fehlt, wird das Gesetz einen Anreiz für Emittenten setzen, bei der Wahl ihres Emissionsortes anderen Finanzplätzen den Vorzug vor dem deutschen Finanzplatz zu geben.

Da der Gesetzentwurf auch die freiwillige Kapitalmarktkommunikation (Pressekonferenzen, Roadshows etc.) in die Organaußenhaftung einbezieht, wird er dazu führen, dass die Emittenten ihre freiwillige Kapitalmarktkommunikation auf ein Mindestmaß begrenzen. Im Ergebnis droht das Gesetz damit zu weniger anstatt mehr Transparenz zu führen. Dies kann nicht im Interesse des deutschen Finanzplatzes liegen.

Bei einer Überarbeitung des Gesetzentwurfes sollten insbesondere folgende Aspekte berücksichtigt werden:

- Die persönliche Organaußenhaftung für falsche Kapitalmarktinformation sollte auf diejenigen Fälle beschränkt werden, in denen ein pflichtwidriger Gebrauch gesetzlich vorgesehener Kommunikationsmittel (Ad hoc-Publizität, börsliche Berichtspflichten) vorliegt. Freiwillige Kommunikationsmaßnahmen (Pressekonferenz, Roadshows) sollten ebenso wie in einer Hauptversammlung gegebene mündliche Auskünfte nicht mit einer speziellen kapitalmarktrechtlichen Haftung überzogen werden. Für diese Fälle sollten vielmehr die allgemeinen zivilrechtlichen Haftungsregelungen gelten, wie sie zuletzt vom Bundesgerichtshof in den Infomatec-Entscheidungen ausgeformt worden sind. Zumindest sollte in diesen Fällen eine Haftung nur für vorsätzliches Fehlverhalten bestehen.

- Die Einführung einer Organaußenhaftung im Bereich der Primärmarktpublizität geht über die EU-Prospektrichtlinie hinaus, die den Mitgliedstaaten die Einführung einer solchen Außenhaftung ausdrücklich freistellt. Da in diesem Bereich offenbar nach wie vor erhebliche Regelungsunterschiede in den EU-Mitgliedsstaaten existieren, besteht die Gefahr, dass mit einer Einführung dieser Organaußenhaftung in Deutschland Emittenten von einer Emission in Deutschland absehen und stattdessen einen ausländischen Emissionsstandort wählen werden.
- Die Haftungsobergrenze von vier Bruttojahresgehältern ist erheblich zu hoch. Sie sollte auf die Hälfte reduziert werden, um die betroffenen Organmitglieder nicht einem unangemessenen persönlichen Insolvenzrisiko auszusetzen.
- In Sanierungsfällen sollte das Gesetz die Möglichkeit vorsehen, dass die Organmitglieder in Abstimmung mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) von der Möglichkeit des Aufschiebens einer Ad hoc-Mitteilung Gebrauch machen dürfen und jedenfalls in diesen Fällen keine grobe Fahrlässigkeit vorliegt.
- Das Gesetz sollte vorsehen, dass es keine Haftung von Organmitgliedern für schuldhaftes Fehlverhalten ihrer Kollegen gibt. Mangels Kontroll- und Weisungsbefugnissen der Organmitglieder untereinander ist eine solche Haftung unbillig. Ebenso sollte eine persönliche Haftung von Organmitgliedern für das schuldhafte Fehlverhalten von Mitarbeitern ausgeschlossen werden.
- Entgegen der Gesetzesbegründung gibt es keine Evidenz dafür, dass durch jedwede fehlerhafte Kapitalmarktinformation eine „Anlagestimmung“ geschaffen wird, die es rechtfertigt, über einen Zeitraum von drei Monaten hinweg Emittent und Organmitglied mit einer Schadenspauschalierung und einer Beweislastumkehr zu belasten. Die vorgenannte Frist sollte deshalb auf allenfalls einen Monat verkürzt werden.
- Der im Gesetzentwurf vorgesehene Selbstbehalt zu Lasten des versicherten Organmitglieds von 50 % der Versicherungssumme ist erheblich zu hoch angesetzt. Ein Selbstbehalt in Höhe von 30 % eines Bruttojahresgehältes ist ausreichend, um die Verantwortlichkeit der Organmitglieder für eine korrekte Kapitalmarktinformation nachhaltig zu stärken.

- Die Anpassung der Verjährungsvorschriften für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Anlageberatung an die allgemeinen Verjährungsregeln sollte ersatzlos entfallen. Angesichts der Volatilität der Preise von Finanzinstrumenten ist ein an objektiven Kriterien orientierter Beginn der Verjährungsfrist notwendig, um Wertpapierdienstleistungsunternehmen keinem unkalkulierbaren Haftungsrisiko auszusetzen.

## B. Allgemeine Anmerkungen

Bevor wir zu den einzelnen Vorschriften des Entwurfes eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes Stellung nehmen, möchten wir Folgendes generell anmerken:

Der Zeitraum, der uns zur Stellungnahme zur Verfügung steht, ist erheblich zu kurz bemessen. Es kann nicht sein, dass das BMF nach mehr als anderthalbjähriger Vorarbeit an diesem Gesetzentwurf nun den Marktteilnehmern zumutet, hierzu innerhalb einer Frist von weniger als zwei Wochen Stellung zu nehmen. Dies gilt umso mehr, als es für dieses Gesetz keine europäische Richtlinie gibt, für die eine Umsetzungsfrist zu beachten ist. Zudem ist zu berücksichtigen, dass es sich bei dem Gesetzentwurf nicht um eine regelungstechnische Bagatelle handelt, sondern um einen Paradigmenwechsel innerhalb des deutschen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Haftungssystems, der mit weitreichenden persönlichen Konsequenzen für die hiervon betroffenen Organmitglieder verbunden sein kann. Dies erfordert eine sorgfältige Prüfung und Abwägung der in dem Gesetzentwurf enthaltenen Teilregelungen auf ihre praktische Angemessenheit hin. Eine solche Prüfung kann unmöglich innerhalb einer so kurzen Frist vorgenommen werden. Hier stellt sich ebenso wie bereits bei früheren Sachverhalten die Frage, ob und inwieweit das ernsthafte Interesse an einer Stellungnahme der Marktteilnehmer zu dem Gesetzentwurf besteht.

**Transparenz** stärkt, wie in der Begründung des Diskussionsentwurfes zutreffend ausgeführt wird, das Vertrauen der Anleger und ist deshalb ein wichtiger Aspekt eines funktionierenden Kapitalmarktes. Deshalb unterstützen wir grundsätzlich Bestrebungen sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene, die Transparenz auf den Kapitalmärkten zu stärken. Verknüpft der Gesetzgeber jedoch gesetzlich vorgeschriebene ebenso wie freiwillige Transparenzmaßnahmen von Unternehmen mit übermäßigen persönlichen Haftungsrisiken für die verantwortlichen Organmitglieder, bewirkt man im Ergebnis einer Verminderung von Transparenz: **Die Bereitschaft der Unternehmensführung zu offener Kommunikation jenseits der gesetzlichen Transparenzpflichten (insbesondere Ad hoc-Publizität und börsliche Jahresabschluss- und Zwischenberichtspublizität) wird durch die verschärfte**

**Haftung deutlich abnehmen.** Wir bezweifeln daher, dass der vorliegende Entwurf das selbst gesetzte Ziel erreichen wird.

Hinzu kommt, dass er für die betroffenen Marktteilnehmer zur Unzeit erfolgt:

Zum einen müssen sich die Marktteilnehmer derzeit intensiv mit der Umsetzung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) befassen, das u. a. eine weitreichende Neuregelung der Ad hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG vorsieht. Ein Praxistest dieser neuen - im Verordnungswege nach wie vor nicht verbindlich konkretisierten - Regelung steht noch aus. Ebensowenig liegt der von der BaFin angekündigte „Emittentenleitfaden“ vor, der praktische Handlungsempfehlungen für die Anwendung der neuen Ad hoc-Publizitätsregelungen enthalten soll. Angesichts der derzeit bestehenden weitgehenden Rechtsunsicherheit in diesem Bereich erscheint es als unzumutbar, die Regelungen zugleich mit einer weitreichenden persönlichen Haftung der verantwortlichen Organmitglieder für ihre Einhaltung zu versehen. Hierzu ein praktisches Beispiel: Die Neufassung von § 15 Abs. 1 WpHG im Rahmen des AnSVG sieht vor, dass nunmehr auch Informationen außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten Ad hoc-publizitätspflichtig sein können. Ausweislich der Begründung zum Regierungsentwurf des AnSVG sind dies „von außen“ kommende, den Emittenten dennoch unmittelbar betreffende Umstände, wie etwa die Übermittlung eines Übernahmeangebots im Sinne des § 29 Abs. 1 WpÜG durch eine andere Gesellschaft oder die Herabstufung durch eine externe Ratingagentur. Diese Erweiterung der Ad hoc-Publizitätspflicht wirft eine Vielzahl erheblicher praktischer Fragen auf. So ist z. B. unklar, ob die Kenntnis der Zielgesellschaft von der Absicht eines Bieters, ein Übernahmeangebot vorzulegen, eine Ad hoc-Publizitätspflicht auslöst. Dasselbe gilt für die Kenntniserlangung von einer bevorstehenden Herabstufung durch eine externe Ratingagentur. Solange sich hierzu nicht eine gängige und rechtssichere Aufsichtspraxis etabliert hat, ist es unzumutbar, die Organmitglieder von Emittenten einem persönlichen Haftungsrisiko für einen möglicherweise fehlerhaften Umgang mit den neuen Ad hoc-Publizitätsregeln auszusetzen.

Gleiches gilt für die umfangreichen Änderungen, die mit der bis zum 1.7.2005 vorzunehmenden Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie verbunden sein werden. Sowohl der Kreis derjenigen, die von einer Prospektspflicht betroffen sein werden, als auch die Anforderungen an den Prospekt werden deutlich ausgeweitet werden. Auch hier bedarf es zunächst der Entwicklung einer gesicherten Rechtspraxis. Andernfalls würden für die Emittenten die mit der Umsetzung der Prospektrichtlinie entstehenden erheblichen rechtlichen Unsicherheiten durch eine gleichzeitige Verschärfung der Prospekthaftung erheblich erhöht werden.

Zum anderen fehlt es dem Gesetz an einer europäischen Grundlage. So finden in der EU erste Vorbereitungen statt, die Organhaftung europaweit im Rahmen der Novellierung der 4. und 7. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie zu regeln. Das Gesetz stellt damit eine nationale „Insellösung“ für Organhaftungsfragen dar, die möglicherweise zu einem späteren Zeitpunkt durch eine entsprechende europäische Regelung verdrängt werden wird. Für den Übergangszeitraum sieht sich damit der deutsche Kapitalmarkt einem latenten Wettbewerbsnachteil gegenüber anderen europäischen Marktplätzen ausgesetzt. Nach Inkrafttreten einer europäischen Regelung würde sich ein Anpassungsbedarf ergeben, der vor allem auf der Compliance-Seite zu einem unnötigen Mehraufwand führen würde. Entsprechende negative Erfahrungen mit einer **vorauselenden nationalen Gesetzgebung** haben wir bereits mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz (z.B. § 34 b WpHG) und dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) gemacht. Nach Erlass des KonTraG blieb eine europäische Richtlinie aus. Beim WpÜG und bei § 34 b WpHG werden im Zuge der Richtlinienumsetzung Korrekturen vorzunehmen sein. Insoweit ist es sinnvoll, eine europäische Richtlinie zur Organhaftung abzuwarten.

Ein nahezu durchgängiger Mangel des Gesetzentwurfes besteht darin, dass er nicht hinreichend begründet ist. Während sich auf europäischer Ebene zunehmend die Einsicht verbreitet, dass einer regulatorischen Maßnahme eine eingehende Einschätzung der mit ihr verbundenen Kosten (insbesondere für die betroffenen Marktteilnehmer) sowie des hiermit verbundenen Nutzens vorausgehen muss, verzichtet der vorliegende Gesetzentwurf nahezu vollständig auf eine solche Kosten-Nutzen-Analyse.

Besonders negativ fällt dieser Befund bei der vorgesehenen Einführung einer persönlichen Organaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen aus. Angesichts der immer komplexeren und zum Teil auch unbestimmten Informationspflichten (vgl. Ad hoc-Publizitätspflicht) sowie den mit einer Abgrenzung zur leichten Fahrlässigkeit verbundenen erheblichen Rechtsunsicherheiten erscheint es generell zweifelhaft, ob eine Organaußenhaftung bereits für grob fahrlässiges Verhalten sachgerecht ist. Noch nicht einmal ansatzweise erörtert wird auch, dass und warum eine persönliche Haftung bereits für grob fahrlässiges Fehlverhalten im Rahmen einer Hauptversammlungssituation angemessen ist, in der ein Vorstand möglicherweise gezwungen ist, innerhalb eines kurzen Zeitraums nach § 131 AktG Auskunft zu Aktionärsfragen zu geben. Dasselbe gilt für die vorgesehene gesamtschuldnerische Haftung von Vorstandsmitgliedern für das Fehlverhalten Dritter (andere Organmitglieder und Mitarbeiter) ebenso wie für die aus einem anderen Regelungszusammenhang (Prospekthaftung) entlehnte Beweislastumkehr auf Grund einer vermeintlich durch jedwede fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation erzeugten Anlagestimmung.

Unausgewogen und nicht hinreichend begründet ist der Gesetzentwurf auch im Hinblick auf die **vorgesehene Abschaffung der speziellen kürzeren Verjährungsregelungen in § 37 a und § 37 d WpHG**. Mit Recht stellt nämlich die Begründung des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, durch das § 37 a WpHG eingeführt worden ist, fest, dass eine lange Verjährungsfrist ein Hemmnis bei der Beratung insbesondere in Aktienanlagen sei. Denn auf Grund des unüberschaubar langen Zeitraums einer potenziellen Haftung beschränke sich die Beratung zum Nachteil der Anleger vielfach auf festverzinsliche Standardprodukte. Diese Wertung hat nicht nur nach wie vor Bestand, vielmehr dürfte die **Bedeutung einer Anlage auch in Eigenkapitaltiteln mit Blick auf die Notwendigkeit der privaten Altersvorsorge** seit dem Inkrafttreten des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes sogar **noch gestiegen** sein. Bedauerlicherweise werden diese Belange in der Begründung zum Gesetzentwurf noch nicht einmal erwähnt. Auf besonderes Unverständnis stößt bei den betroffenen Instituten nicht zuletzt auch, dass die kurze Verjährungsfrist des § 37 d WpHG erst nach Inkrafttreten des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes und damit in Kenntnis der neuen allgemeinen Verjährungsvorschriften eingeführt worden ist und die Regierungsbegründung dabei explizit auf § 37 a WpHG Bezug nimmt (Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucksache 14/8017, S. 95 f.). Die Aufgabe einer eingenommenen Position innerhalb kurzer Zeit, ohne dass sich die Ausgangslage geändert hat, würde das Vertrauen in gesetzgeberische Entscheidungen nachhaltig erschüttern und die Verlässlichkeit unternehmerischer Planung erheblich beeinträchtigen.

Abgesehen von diesen formalen Defiziten, halten wir den Gesetzentwurf auch **inhaltlich** für unausgewogen und wenig hilfreich für den deutschen Kapitalmarkt. Dies gilt vor allem mit Blick auf die vorgesehene Einführung einer persönlichen Organaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation:

- Eine nationale „Insellösung“ in Verbindung mit den aus unserer Sicht **überzogenen Haftungsgrenzen** für Organmitglieder wird ausländische Unternehmen davon abhalten, sich bei der Wahl des Sitzes eines börsennotierten europäischen Tochterunternehmens für Deutschland zu entscheiden. Dies hat erhebliche volkswirtschaftliche Auswirkungen und ist auch im Hinblick auf den Arbeitsmarkt und das Steueraufkommen von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Darüber hinaus kann der hohe Haftungsrahmen zusammen mit anderen **belastenden Faktoren des Standorts Deutschland** die Sitzverlegung eines deutschen börsennotierten Unternehmens in andere europäische Staaten beschleunigen. Der hohe Haftungsrahmen wird auch Börsengänge sowohl für in- als auch für ausländische Unternehmen unattraktiv machen. Hinzu kommt, dass vor allem ausländische Emittenten sich **von den deutschen Börsen zurückziehen** werden. Es ist ferner nicht auszuschließen, dass

Geschäftsfelder, die auf Grund hoher Komplexität per se eine besondere Fehleranfälligkeit aufweisen, ausgegliedert oder in das Ausland verlegt werden, um der Diskussion, ob im Falle eines Fehlers leichte oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt, von vornherein auszuweichen.

- Ein Organmitglied sollte nur dann für falsche Kapitalmarktinformationen zu einer persönlichen Schadensersatzhaftung herangezogen werden können, wenn ihm ein pflichtwidriger Gebrauch eines kapitalmarktrechtlich vorgeschriebenen und regulierten Kommunikationsinstruments vorgeworfen werden kann, wie z.B. die Ad hoc-Publizität oder die börslichen Offenlegungspflichten. Eine zivilrechtliche Haftung für freiwillige Kommunikationsmaßnahmen (Pressekonferenzen, Road Shows) oder rein gesellschaftsrechtlich vorgeschriebene Auskunftspflichten (§ 131 AktG) sollte stattdessen auf die hierfür geltenden zivilrechtlichen Regelungen (§ 823 Abs. 2 i.V.m § 400 AktG, § 826 BGB) beschränkt bleiben (in diesem Sinne auch *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 789).
- Die **Haftungsobergrenze** von vier Bruttojahresgehältern halten wir für deutlich zu hoch angesetzt. Faktisch bedeutet sie, dass das betroffene Organmitglied auf bis zu **acht Nettojahresgehälter** haftet. Dies kann zur persönlichen Insolvenz des Organmitglieds führen, selbst wenn die Hälfte des Betrages durch eine D&O-Versicherung abgedeckt sein sollte. Hat das Organmitglied in den letzten zwölf Monaten vor der unrichtigen Angabe zum Beispiel auf Grund sehr guter Ergebnisse des Unternehmens eine besonders hohe Tantieme erhalten, kommt es zu einer weiteren Erhöhung der Haftung, da nach der Berechnungsregel diese Tantieme vierfach zur Anrechnung kommt. Letztlich kann es je nach Auszahlungsdatum dazu kommen, dass während der letzten zwölf Monate vor dem Handeln des Organs die Tantieme des Vorjahres, aber auch die des Vorvorjahres ausbezahlt worden ist. Damit würde sich der Haftungsrahmen nochmals deutlich erhöhen. Ob eine solche existenzvernichtende Pönale für ein einmaliges grob fahrlässiges Verhalten angemessen ist, muss nachhaltig in Abrede gestellt werden. Gerade bei der Frage der rechtzeitigen Abgabe von Ad hoc-Meldungen ergeben sich schwierige Abgrenzungsfragen, die leicht zum Vorwurf der groben Fahrlässigkeit führen können.
- Ungeklärte Fragen ergeben sich auch im Hinblick auf das **Verfahren** zur Geltendmachung etwa berechtigter Schadensersatzansprüche. Hier fehlt es an einem Vorschlag, der von den Marktteilnehmern bewertet werden kann

Vor diesem Hintergrund sieht sich die deutsche Kreditwirtschaft nicht in der Lage, den Gesetzentwurf in der vorliegenden Form zu unterstützen. Das Kapitalmarktinformationshaf-

tungsgesetz sollte vielmehr nicht nur inhaltlich, sondern auch im Hinblick auf den Termin seines Inkrafttretens nochmals auf den Prüfstand gestellt werden. Dabei sollte insbesondere berücksichtigt werden, dass es in seiner jetzigen Fassung im europäischen Vergleich ein nationaler Alleingang wäre, der der **Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland** nachhaltigen **Schaden** zufügen würde.

Hinsichtlich der einzelnen Regelungen des Diskussionsentwurfes ist auf Folgendes hinzuweisen:

### C. Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes

#### 1. Zu § 37 a WpHG-E (Schadensersatz wegen unrichtiger Angaben oder verschwiegener Umstände) und § 37 d WpHG-E (Information bei Finanztermingeschäften)

##### a) Wegfall der kurzen Verjährung

Mit dem KapInHaG sollen die **Verjährungsvorschriften** für Schadensersatzansprüche wegen Verletzung der Pflicht zur Information und wegen fehlerhafter Anlageberatung (§§ 37 a und 37 d Abs. 4 Satz 3 WpHG a.F.) an die allgemeinen Verjährungsregeln der §§ 195 ff. BGB angepasst werden. **Diese Anpassung halten wir für verfehlt.** Entgegen der Begründung des Diskussionsentwurfs sind diese Ansprüche gerade nicht mit anderen Schadensersatzansprüchen wegen fehlerhafter Beratung vergleichbar.

Dies wurde auch in der Gesetzesbegründung zu § 37 a WpHG im Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, BR-Drucksache 605/97, S. 59, 96) zum Ausdruck gebracht. Festgestellt wurde seinerzeit, dass nur mit einer speziellen Verjährungsregelung **der Schnelligkeit von Kapitalmarktgeschäften Rechnung** getragen werden könne. Dieser sachliche Grund für eine Abweichung von der Regelverjährung besteht unverändert fort. Insbesondere ist er nicht etwa nach der Verkürzung der Regelverjährung durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz entfallen. Auch die neue Verjährungsfrist des § 195 BGB ist für Ansprüche im Zusammenhang mit volatilen Werten deutlich zu lang. Gemäß § 199 Abs. 1 Nr. 2 und § 199 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 BGB würden sich Verjährungszeiträume ergeben, die deutlich mehr als drei Jahre, im **Höchstfall sogar zehn Jahre** betragen.

Voraussetzung für den Fristbeginn der Dreifjahresfrist des § 37 a und des § 37 d Abs. 4 Satz 3 WpHG in der bestehenden Fassung ist die Entstehung des Anspruchs. Im Gegensatz zu § 199 Abs. 1 Nr. 2 BGB kommt es auf die Kenntnis des Gläubigers von den

anspruchsbegründenden Umständen nicht an. Damit wird den Besonderheiten des Kapitalmarktes Rechnung getragen. Der Anleger erhalte ohne die spezielle Verjährungsregelung der §§ 37 a und 37 d Abs. 4 Satz 3 WpHG die Möglichkeit, in einem Zeitraum von 10 Jahren auf Kosten seines Vertragspartners selbst nach Kenntnis bzw. grob fahrlässiger Unkenntnis der Anspruch begründenden Umstände noch bis zu vier Jahre lang (vgl. §§ 195, 199 Abs. 1 BGB) zu spekulieren.

Um die Zeitspanne, während derer ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit einem Anspruch rechnen muss, überschaubar zu halten, ist **auf Grund der Besonderheiten von Wertpapiergeschäften eine verkürzte Verjährungsfrist und ein an objektiven Kriterien orientierter Verjährungsbeginn weiterhin geboten**. Durch eine Streichung dieser Sonderregelungen würde einem Anleger die Möglichkeit eröffnet werden, auf Kosten seines Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu spekulieren – er wird seinen Anspruch nur dann geltend machen, wenn der Kurs am Ende der Verjährungsfrist unterhalb des Einstiegspreises liegt. Zutreffend führt denn auch die Begründung zum vorliegenden Gesetzesentwurf genau dieses Argument der Volatilität der Preise von Finanzinstrumenten zur Beibehaltung der kurzen Verjährungsfrist im Falle des § 37 b Abs. 2 WpHG-E an. Diese Erwägung gilt aber für §§ 37 a und 37 d WpHG genauso. Daher sollte die kurze Verjährungsfrist und der an objektiven Kriterien orientierte Verjährungsbeginn bei Ansprüchen aufgrund fehlerhafter Anlageberatung beibehalten werden.

Abweichende Verjährungsregeln im Bereich des Kapitalmarktrechts sind auch deshalb sachgerecht, weil die Schuldner (Banken) von Aufklärungs- und Beratungspflichten im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften **strengeren Haftungsvoraussetzungen als üblich** unterliegen: Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung wird die haftungsbegründende Kausalität zu Lasten der Schuldner vermutet, das heißt, diese sind darlegungs- und beweispflichtig, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßem Verhalten eingetreten wäre (vgl. BGHZ 151, 5, 12 f.). Diese Vermutung ist in der Praxis kaum zu widerlegen, so dass regelmäßig mit Vorliegen einer schuldhaften Pflichtverletzung auch ein Schadensersatzanspruch jedenfalls dem Grunde nach gegeben ist. Mit zunehmender Zeit wird eine Widerlegung faktisch unmöglich. Auch die Schwierigkeiten bei der Ermittlung der Schadenshöhe nehmen mit dem Zeitablauf zu. Für die formale Informationspflicht bei Finanztermingeschäften gelten ebenfalls verschärfte Haftungsvoraussetzungen (vgl. § 37 d Abs. 4 Satz 2 WpHG). Schließlich ist die Rücknahme der erst im Jahre 1998 (§ 37 a WpHG) beziehungsweise im Jahre 2002 (§ 37 d WpHG) eingeführten Regelungen dem Vertrauen der Marktteilnehmer in gesetzgeberische Entscheidungen abträglich und würde zudem die Verlässlichkeit unternehmerischer Planung erheblich beeinträchtigen. Denn § 37 d WpHG wurde in Kenntnis der neuen allgemeinen Verjährungsvorschriften des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes eingeführt. Dabei wurde explizit auf § 37 a WpHG

Bezug genommen (Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucksache 14/8017, S. 95) und damit auch die Sachgerechtigkeit des § 37 a WpHG noch einmal ausdrücklich bestätigt. Ein **Festhalten an den kurzen Verjährungsfristen** im Bereich des Kapitalmarktrechts halten wir daher **im Interesse des Finanzplatzes Deutschland für dringend angezeigt**.

#### b) Zum Tatbestand von § 37 a WpHG-E

Zu Unklarheiten führt die Verwendung der Formulierung „**für einen größeren Kreis von Personen bestimmt**“. Schon der damit vergleichbare Begriff „begrenzter Personenkreis“ in § 2 Nr. 2 Verkaufsprospektgesetz hat für Unsicherheit gesorgt. Insofern wäre daran zu denken, den Begriff der „öffentlichen Bekanntmachung“ als Oberbegriff zu verstehen in dem Sinne, dass eine öffentliche Bekanntmachung stets auch für einen größeren Kreis von Personen bestimmt ist. In der Gesetzesbegründung könnte näher auf die Begrifflichkeit eingegangen werden.

Ferner sollte in Absatz 1 am Ende von Satz 1 vor „einzuwirken“ das Wort „**erheblich**“ eingefügt werden. Damit würde sich § 37 a WpHG-E an die Systematik des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes anlehnen. Denn danach sind Insiderinformationen nur solche Umstände oder Ereignisse, die im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere „erheblich“ beeinflussen (vgl. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG n.F. nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz).

Die in Absatz 1 Satz 2 vorgesehene Haftung für **mündliche Erklärungen**, wenn sie im Rahmen der Hauptversammlung oder einer vom Emittenten veranlassten Informationsveranstaltung abgegeben werden, sollte aus den oben genannten Gründen entfallen. Zumindest sollte die Haftung auf **Vorsatz** beschränkt werden und daher nicht schon bei grober Fahrlässigkeit eingreifen. Die vom Gesetzentwurf vorgesehene Nichteinbeziehung der „leichten Fahrlässigkeit“ ist nicht ausreichend, da die Praxis in der Vergangenheit gezeigt hat, dass die Abgrenzung zwischen grober und leichter Fahrlässigkeit oft mit erheblichen Unsicherheiten belastet ist und daher kaum mit dem gerade in den hier anstehenden Fragestellungen notwendigen Maß an Rechtssicherheit durchgeführt werden kann. Vor allem bei spontanen Äußerungen zu komplexen Themen können leicht Fehler unterlaufen. Insbesondere auf der Hauptversammlung müssen Vorstände viele Fragen ohne längere Vorbereitungs- oder Bedenkzeit beantworten. Es wird sich kaum vermeiden lassen, dass hierbei einzelne Aspekte übersehen werden. Wird jedoch die Aussprache in der Hauptversammlung zu einem persönlichen Haftungsrisiko, werden zukünftig unvorbereitete Äußerungen auf ein Mindestmaß beschränkt. Das Gesetzesziel, Transparenz zu erreichen, wird damit gefährdet. Eine Beschränkung auf Vorsatz würde zudem der Regelung in § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG entsprechen.

Ein Sonderproblem der persönlichen Haftung von Organmitgliedern ergibt sich im Zusammenspiel mit der Verpflichtung zu **Ad hoc-Mitteilungen** etwa bei **Sanierungen**. Der Erfolg von Sanierungen hängt oftmals davon ab, dass im Interesse der Erhaltung eines Unternehmens und der Arbeitsplätze eine Ad hoc-Meldung gerade nicht abgegeben wird. Bisher konnte man sich nach Maßgabe von § 15 Abs. 1 WpHG auf Antrag von der BaFin von der Veröffentlichungspflicht befreien lassen, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet war, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden. Diese in der Praxis sehr bewährte Regelung wurde auf Grund der europarechtlichen Vorschriften, hier Art. 6 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie, gestrichen. Der Emittent darf nunmehr die Bekanntgabe von Insiderinformationen auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Dieser Ermessensspielraum wird nunmehr durch die drohende persönliche Inanspruchnahme der Organe äußerst eingeengt.

Hierzu ein Beispiel, das in der Vergangenheit in vielen Fällen zu einem Antrag auf Befreiung von der Veröffentlichung geführt hat:

Ein Emittent gerät in wirtschaftliche Bedrängnis, weil Lieferanten- oder Bankkredite nicht mehr erneuert werden. Der Emittent bemüht sich um ein Konsortium, um die Liquiditätsenge zu überwinden. Nach wenigen Tagen hat er sein Ziel erreicht und es erfolgt eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung.

Das plötzliche Auftreten einer Liquiditätsenge ist eine Kapitalmarktinformation, die für die Bewertung der Aktie des Emittenten erheblich ist. Es besteht allerdings die Gefahr, dass eine solche Ad hoc-Mitteilung dazu führt, dass Zulieferer ihre Lieferungen aussetzen oder Bankkredite fällig gestellt werden. Dies würde in den meisten Fällen zu einem Zusammenbruch des sanierungsfähigen Unternehmens führen. Bisher ließ sich dieser Zeitraum durch die Befreiung von der Veröffentlichung überbrücken, ohne dass ein Gesetzesverstoß vorlag.

Das handelnde Organ steht nach der neuen Rechtslage in Verbindung mit dem KapInHaG vor der Entscheidung, die Ad hoc-Information aufzuschieben und das Risiko einzugehen, wegen vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Nichtinformation des Marktes persönlich in Anspruch genommen zu werden. Andererseits kann er der Ad hoc-Verpflichtung unverzüglich nachkommen, sich dadurch der persönlichen Inanspruchnahme entziehen und das Unternehmen in Insolvenz gehen lassen. Angesichts der hohen vorgesehenen Pönale, die bis zu acht Nettojahresgehälter umfassen kann (s.o.), dürften sich in vielen Fällen Organmitglieder dazu veranlasst sehen, das existenzbedrohende Haftungsrisiko zu vermeiden und das damit

verbundene Existenzrisiko für ihr Unternehmen notgedrungen in Kauf zu nehmen. Dies kann nicht im Interesse des Finanzplatzes sein.

Es bietet sich daher an, in das KapInHaG eine Bestimmung aufzunehmen, nach der Organmitglieder in Abstimmung mit der BaFin von der Möglichkeit des Aufschiebens der Ad hoc-Mitteilung Gebrauch machen und in den Fällen, in denen das Einvernehmen mit der BaFin hergestellt wurde, festzulegen, dass keine grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Eine solche Regelung würde auch nicht gegen zwingendes europäisches Recht verstoßen.

Dieser Vorschlag steht nur mittelbar mit dem KapInHaG in Verbindung und hat nicht zum Ziel, vorsätzlich oder grob fahrlässig handelnde Organmitglieder zu schützen. Er benachteiligt auch nicht die Anleger, die im Falle einer sofortigen Ad hoc-Meldung diesbezüglich ihr Investment vollständig verlieren würden. Der Vorschlag dient ausschließlich dem Fortbestand von sanierungsfähigen Unternehmen und damit auch den Aktionären und den Mitarbeitern.

Haftungsvoraussetzung von § 37 a Abs. 1 WpHG-E ist die falsche Information des Kapitalmarkts über **bewertungserhebliche Umstände**. In der amtlichen Begründung wird auf § 20 a WpHG Bezug genommen. In dessen Anwendungsbereich wird der Begriff "bewertungserhebliche Umstände" durch § 2 Abs. 1 MaKonV-E (bislang § 2 Abs. 1 KuMaKV) konkretisiert. Dies wirft die Frage der Einschlägigkeit der dortigen Begriffsdefinition auch im Haftungsfall auf. Sollte § 2 Abs. 1 MaKonV-E einschlägig sein, sind auch Werturteile potentiell haftungsrelevant, was jedenfalls eine erhebliche Erweiterung im Vergleich zum bisherigen Haftungsregime wäre. Eine sachliche Rechtfertigung hierfür ist nicht erkennbar.

In Absatz 2 wird die **persönliche Außenhaftung der Organmitglieder** etabliert. Dabei sollen sie nicht nur für eigene Äußerungen, seien es schriftliche oder mündliche, haften, sondern auch für Äußerungen anderer Organmitglieder oder Angestellter. Anknüpfungspunkt für die Haftung ist dann die Verletzung einer Kontrollpflicht. Eine solche **Haftung für Äußerungen Dritter** wurde weder von der Regierungskommission „Corporate Governance“ noch von der Bundesregierung in ihrem 10-Punkte Katalog vorgeschlagen, und zwar mit gutem Grund. Ein solcher Haftungstatbestand in Form eines Unterlassungsdelikts ist zu weitgehend, da er weder durch sachliche Gründe gerechtfertigt ist noch in der Praxis umzusetzen sein wird. Vor allem mündliche Äußerungen von Mitarbeitern sind in einem Unternehmen und erst recht in einem Konzern kaum zu steuern. Einen Vorstand dafür persönlich haftbar zu machen, allein weil der Mitarbeiter in seinem Geschäftsbereich tätig ist, entbehrt deshalb jeder Grundlage. Fraglich erscheint zudem, ob Äußerungen einzelner Angestellter überhaupt eine Anlagestimmung im Sinne des Gesetzes schaffen können.

Wesentlich ist dabei doch vor allem, dass sich ein Organmitglied, dem seitens der Anleger wesentliche Entscheidungsbefugnis zugetraut wird, äußert.

Die Überlegung, Vorstandsmitglieder für die Äußerungen ihrer Kollegen haften zu lassen, überzeugt ebenso wenig. In diesen Fällen existiert schon **keine Kontrollbefugnis** im Sinne einer Weisungsbefugnis oder ähnlichem, die es dem Vorstandsmitglied erlaubt, auf seinen Kollegen einzuwirken. Aus der Geschäftsverteilung jedenfalls ergibt sich regelmäßig keine Kontrollbefugnis oder -verpflichtung. Aus den gleichen Gründen ist die vorgesehene Gesamtverantwortung des Vorstandsvorsitzenden abzulehnen. Nach dem deutschen Aktienrecht sind Vorstandsmitglieder grundsätzlich mit den gleichen Rechten und Pflichten ausgestattet; einen Chief Executive Officer (CEO) im Sinne des anglo-amerikanischen Gesellschaftsrechts kennt das Aktiengesetz nicht. Der Vorstandsvorsitzende, der gemäß § 84 Abs. 2 AktG ernannt werden kann, weist kein einheitliches Erscheinungsbild auf. Denn aufgrund der gesetzlich vorgesehenen Satzungsautonomie bleibt es letztlich den Gesellschaften überlassen, welche Funktionen der Vorsitzende haben soll. Bei vielen Gesellschaften wird zudem statt eines Vorstandsvorsitzenden ein Sprecher gewählt. Dieser ist häufig auf eine rein repräsentative Funktion beschränkt, wobei auch hier Geschäftsordnungsautonomie herrscht. Eine Gesamtverantwortung des Sprechers gibt es deshalb noch weniger als beim Vorstandsvorsitzenden.

Bei **Kollektiventscheidungen** wird die geplante Regelung dazu führen, dass sich zukünftig bei schwierigen Entscheidungen diejenigen Vorstände der **Stimme enthalten**, die für das Thema nicht verantwortlich zeichnen. Gerade letzteres liegt nicht im Interesse der Anleger, deren Schutz mit diesem Gesetz gedient werden soll.

Ein besonderer Fall ist **die Haftung der Organmitglieder bei falschen Kapitalmarktaussagen im Geschäfts- oder Halbjahresbericht**. Sollte ein Geschäftsbericht eine falsche Kapitalmarktinformation enthalten, würden grundsätzlich alle Vorstandsmitglieder haften. Das erscheint unbillig, da Vorstandsmitglieder, die zum Beispiel für den Betrieb oder das Personal zuständig sind, objektiv nicht in der Lage sind, Fehler im Rechenwerk zu entdecken. Dies gilt zum Beispiel für die Umstellung der Rechnungslegung auf IAS. Die damit verbundenen komplexen Veränderungen des Rechenwerks und der Berichterstattung kann ausschließlich von Fachleuten und dem Finanzvorstand beurteilt werden. Insoweit darf bei Veröffentlichungen, für die gesetzlich die Gesamtverantwortung aller Organmitglieder vorgeschrieben ist, eine Ersatzpflicht nur dasjenige Organmitglied treffen, das nach der internen Geschäftsverteilung für die Veröffentlichung verantwortlich ist. Für den Aufsichtsrat kann eine Haftung für einen Geschäftsbericht oder Halbjahresbericht überhaupt nicht in Frage kommen. Er prüft zwar die vorgelegten Bilanzen und Ausführungen, hat jedoch keinen Zugriff auf die Quelle. Wie in der Begründung zu § 37 a Abs. 2

WpHG ausgeführt, soll der Aufsichtsrat bei Kollektiventscheidungen nicht haften. Dies ist ausdrücklich auch für die Aufstellung und die Veröffentlichung des Jahresabschlusses, der Halbjahresberichte oder vergleichbarer Mitteilungen klarzustellen.

Die Haftung eines Organmitglieds für das Verhalten eines Dritten kann nur in Betracht kommen, wenn das Organmitglied seinerseits grob fahrlässig handelt. Deshalb sollte der Gesetzgeber hinreichend deutlich machen, dass eine Zurechnung des Handelns eines Dritten ohne eigenes Verschulden nicht erfolgt.

Sollte trotz der vorgebrachten Bedenken an der geplanten Haftung für Dritte festgehalten werden, müsste sie zumindest eingeschränkt werden. Eine Verletzung von Kontrollpflichten käme danach nur dann in Betracht, wenn das Vorstandsmitglied die Information der Öffentlichkeit ausdrücklich an einen Mitarbeiter oder einen Vorstandskollegen delegiert hat. Eine Haftung für jegliche Äußerungen, die aus den Reihen der Belegschaft kommen, ist unter keinem Gesichtspunkt zu rechtfertigen.

Absatz 3 geht davon aus, dass durch die fehlerhafte Kapitalmarktinformation eine „**Anlagestimmung**“ geschaffen wird, die über drei Monate andauert. Begrüßenswert ist, dass die im ursprünglichen Entwurf vorgesehene 6-Monats-Frist auf drei Monate verkürzt wurde. Gleichwohl erscheinen auch drei Monate als zu lang. In seinen Infomatec-Entscheidungen hat der Bundesgerichtshof unter anderem ausgeführt, dass der aus der Prospekthaftung übernommene Anscheinsbeweis für das Bestehen einer so genannten Anlagestimmung nicht auf die Haftung für fehlerhafte Ad hoc-Mitteilungen übertragen werden kann. Eine Anlagestimmung wird folglich nicht erzeugt. Dies gilt erst recht für Äußerungen, die auf einer Hauptversammlung oder Emittentenveranstaltung getätigt werden. Es erscheint deshalb unverhältnismäßig, die Unternehmen und ihre Organmitglieder über drei Monate für negative Kursveränderungen haften zu lassen. Denn darüber hinaus führt die in Absatz 3 vorgesehene Schadenspauschalierung in Verbindung mit der Beweislastregel nach § 37 b WpHG-E unter Umständen dazu, dass der Emittent und die Organmitglieder die Anleger für allgemeine Kursveränderungen entschädigen müssen. Eine Verkürzung der Frist auf allenfalls **einen Monat** halten wir deshalb für sachgerecht.

Entgegen der Begründung zu Absatz 4 gibt die in Absatz 4 vorgesehene Schadensberechnung den Anlegern die Möglichkeit, sich in den Fällen, in denen den Ersatzpflichtigen nicht der Entlastungsbeweis nach Satz 2 gelingt, auch den „Schaden“ ersetzt zu verlangen, der ihnen aufgrund der allgemeinen Kursentwicklung entsteht und nicht aufgrund einer Falschinformation. Davon geht wohl auch die Begründung zu Absatz 5 (Seite 22) aus. Dies ist nicht sachgerecht und liegt weder im Interesse des Emittenten noch im Interesse der anderen Anleger. Um die Entlastungsmöglichkeit nach Absatz 4 Satz 2 auch den

Organmitgliedern zur Verfügung zu stellen, sollte in Absatz 4 Satz 2 hinter „Absatzes 1“ die Worte „und 2“ eingefügt werden.

Die in Absatz 5 vorgesehene **Haftungshöchstgrenze** bei grober Fahrlässigkeit ist zu hoch angesetzt. Wie bereits eingangs ausgeführt, sind vier Bruttojahresgehälter letztlich mit acht Nettojahresgehältern gleich zu setzen. Eine solche „Strafe“ kann zur persönlichen Insolvenz des in Anspruch Genommenen führen. Dies steht jedoch außer Verhältnis zu seiner Schuld, die im Einzelfall ein einmaliges fahrlässiges Verhalten sein kann. Fraglich ist ferner, ob die Tatsache, dass die Haftungshöchstgrenze für die einzelnen Organmitglieder unterschiedlich ausfällt, zu rechtfertigen ist. Die auf Grund der unterschiedlichen Einkommen individuell unterschiedliche Haftung ist losgelöst vom Verschulden der in Anspruch genommenen Person und vom eingetretenen Schaden. Sofern die Begründung dies mit dem Sanktionscharakter der Haftungsnorm rechtfertigt, ist dem entgegen zu halten, dass **zivilrechtliche Ansprüche grundsätzlich der Schadenskompensation und nicht der Pönalisierung der Verantwortlichen** dient. Auch insoweit werden hier rechtliche Bedenken angemeldet. Grundsätzlich dient das Zivilrecht der angemessenen Schadenskompensation; andere Zwecke sind ihm wesensfremd und deshalb hier in Frage zu stellen. Fraglich ist zudem, ob hier möglicherweise ein Verstoß gegen den Gleichheitssatz (Artikel 3 Abs. 1 Grundgesetz) vorliegt, da die Höhe des Schadensersatzes grundsätzlich nach den Einkommensverhältnissen der in Anspruch genommenen Personen bemessen wird. Persönliche Einkommen spielen nur im Strafrecht oder im Ordnungswidrigkeitenrecht als Straf- bzw. Bußgeldzumessungsgesichtspunkt eine Rolle. Die Festlegung einer einheitlichen Obergrenze, wie sie auch in § 23 Abs. 2 HGB vorgesehen ist, erscheint deshalb vorzugswürdig.

In § 37 a Abs. 5 WphG-E heißt es, dass ein Mitglied seine Haftung beschränken „kann“. Besser wäre demgegenüber davon zu sprechen, dass die Haftung beschränkt „ist“. Ansonsten könnte der Schluss gezogen werden, als ob für die Haftungsbeschränkung noch weitergehende Erfordernisse notwendig seien. Aus dem Gesetzentwurf geht dies aber nicht hervor. Vielmehr ist an eine Haftungsbeschränkung durch gesetzliche Anordnung gedacht.

Der in Absatz 6 formulierte **Selbstbehalt** zu Lasten des Versicherten ist zu hoch und in der Praxis nicht ohne weiteres umzusetzen. Der Selbstbehalt zu Lasten des Versicherten soll 50 % der Versicherungssumme betragen. In der Regel haben Unternehmen eine Organhaftpflichtversicherung in Höhe von mehreren 100 Millionen Euro für verschiedenste Arten von fahrlässigen Pflichtverletzungen abgeschlossen. Ein Selbstbehalt von 50 % dieser Versicherungssumme würde entsprechende Versicherungen für den Versicherten sinnlos machen. Des Weiteren sollte der Selbstbehalt an die Bruttojahresgehälter und nicht an die Versicherungssumme anknüpfen, da beides nicht notwendigerweise identisch sein muss. Nur so würde auch ein Gleichlauf mit der

Regelung in § 37 Abs. 5 WpHG-E erzielt werden. Um die Verantwortlichkeit der Organmitglieder für korrekte Kapitalmarktinformationen zu stärken, reicht bei der vorgesehenen und von uns beanstandeten Höhe des Haftungsrahmens ein Selbstbehalt in Höhe von 30 % aus. Ein höherer Selbstbehalt kommt nur in Betracht, wenn der Haftungsrahmen deutlich gesenkt wird. Der auch in Absatz 6 bemühte Sanktionscharakter für den Selbstbehalt sollte aus den vorhergesagten Gründen nochmals überprüft werden. Schließlich sollte berücksichtigt werden, dass vorsätzliches Verhalten schon nicht versicherbar ist. Ob es einen Versicherungsschutz für grob fahrlässiges Verhalten gibt, ist zumindest fraglich. Zumindest werden die Kosten für D&O-Versicherungen sprunghaft steigen. Diese Kosten gehen letztlich zu Lasten der Aktionäre.

Ungeklärt ist auch, inwieweit das persönliche Haftungsrisiko überhaupt - wie vom Gesetzentwurf erlaubt - bis zu 50 % durch eine D&O-Versicherung tatsächlich abgedeckt werden kann, da bei der Berechnung des Haftungshöchstbetrags auch die variablen Gehaltsbestandteile berücksichtigt werden sollen. Da aber deren Höhe zum Zeitpunkt des Abschlusses der Versicherung nicht bekannt ist, läuft das betreffende Vorstandsmitglied Gefahr, unter Umständen über einen nicht ausreichenden Versicherungsschutz zu verfügen.

## **2. Zu § 37 b WpHG-E (Haftungsausschluss und Verjährung)**

Aus unserer Sicht ist weiterhin die Beweislastumkehr in § 37 b Abs. 1 Nr. 2 WpHG-E nicht akzeptabel. Was der Erwerber oder Veräußerer der Aktien wusste oder kannte, kann ein Organmitglied unmöglich beweisen. Es entspricht einem allgemeinen Grundsatz, dass derjenige, der behauptet, bestimmte Dinge nicht zu kennen oder zu wissen, hierfür auch die Beweislast trägt. Darüber hinaus ist aus unserer Sicht erforderlich, den Tatbestand dahingehend zu erweitern, dass ein Haftungsausschluss auch eingreift, wenn der Erwerber bzw. Veräußerer der Aktien die Unrichtigkeit bzw. die verschwiegenen Umstände kennen musste.

Die Beibehaltung der **kurzen Verjährungsfristen** aus anderen Bestimmungen des Kapitalmarktrechts ist im Hinblick auf die Schnelligkeit des Kapitalmarktgeschäfts, worauf die Begründung unter anderem hinweist, zu begrüßen. Dass aus diesem Grund auch die kurzen Verjährungsfristen für Informationspflichten und die Anlageberatung (§§ 37 a und d WpHG a.F.) aus dem gleichen Grund beibehalten werden sollen, wurde ebenso wie andere Gründe bereits unter 1 a) dargestellt, soll jedoch wegen ihrer Wichtigkeit nochmals angesprochen werden.

## **3. Zu § 37 c WpHG-E (Unwirksame Haftungsbeschränkung; sonstige Ansprüche)**

Zu begrüßen ist, dass der Diskussionsentwurf nunmehr klarstellt, dass die Haftungshöchstgrenze auch für einen eventuellen Rückgriff des Emittenten im Innenverhältnis gilt. Klargestellt werden sollte in diesem Zusammenhang ferner, dass dies auch für einen Regress der Gesellschaft nach § 93 AktG gilt.

#### **4. Zu § 37 d WpHG-E (Information bei Finanztermingeschäften)**

Zur Kritik an der Anpassung der Verjährungsvorschrift an die allgemeine Verjährung verweisen wir auf die Ausführungen unter 1 a).

### **D. Änderungen des Börsengesetzes**

#### **1. Zu § 44 BörsG-E (unrichtiger Börsenprospekt)**

Die Einführung einer Organaußenhaftung im Bereich der Primärmarktpublizität ist vor allem deshalb problematisch, weil Art. 6 der EU-Prospektrichtlinie (2003/71/EC) den Mitgliedstaaten die Einführung einer solchen Außenhaftung nicht verbindlich vorgibt, sondern ausdrücklich freistellt. Soweit ersichtlich bestehen in diesem Bereich erhebliche Regelungsunterschiede in den EU-Mitgliedstaaten (siehe *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1801 ff.). Insbesondere Emittenten von Nicht-Dividendenwertpapieren (z.B. Anleihen, Derivate) werden deshalb bei der ihnen offen stehenden Wahl der für die Prospektprüfung zuständigen Aufsichtsbehörde dazu neigen, unter Haftungsgesichtspunkten von einer Emission in Deutschland abzusehen und stattdessen einen ausländischen Emissionsstandort zu wählen.

Nicht sachgerecht ist zudem die Haftung des Aufsichtsorgans des Emittenten nach § 44 Abs. 1 Nr. 3 BörsG-E. Der Aufsichtsrat hat nach § 111 Abs. 1 und 4 AktG lediglich überwachende Funktion. Die Erstellung eines Emissionsprospektes ist dagegen eine Geschäftsführungsaufgabe des Vorstands. Sofern der Aufsichtsrat ein eigenes Interesse verfolgt, etwa ein wirtschaftliches Interesse, unter dem der Prospekt steht, haftet er bereits gemäß Nr. 2 von § 44 BörsG, wie die Begründung zu Recht anmerkt. Sollte er nach außen die Verantwortung übernommen haben, würde er gemäß Nr. 1 haften. Zudem berücksichtigt der Gesetzentwurf nicht, dass die Durchführungsverordnung zur EU-Prospektrichtlinie (809/2004) den Emittenten ausdrücklich freistellt, wen sie als Prospektverantwortlichen und damit als potentiellen Haftungsadressat benennen.

Zur **Haftungshöchstgrenze**, die in den Abs. 5 und 6 von § 44 BörsG-E angesprochen wird, nehmen wir auf die Ausführungen zu § 37 a WpHG-E Bezug.

## 2. Zu § 44 a Börsengesetz-E (Haftung von Dritten)

Mit der **Erweiterung der Prospekthaftung auf Experten** nähert sich der Gesetzgeber begrüßenswerterweise den international verbreiteten Prospekthaftungsregeln an.

Die Art der **Schadensberechnung** bei der Schadenspauschalierung im Rahmen der **Expertenhaftung** sollte jedoch auf alle nach § 44 BörsG Prospektverantwortlichen übertragen werden.

Nach § 44 a Abs. 1 BörsG-E soll dem Anleger nur der Unterschiedsbetrag zwischen dem Erwerbspreis und dem durchschnittlichen Börsenpreis des Wertpapiers während der ersten 30 Tage nach dem öffentlichen Bekanntwerden der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit ersetzt werden.

Dagegen müssen die nach § 44 BörsG Verantwortlichen nach der gegenwärtigen Rechtslage im Rahmen der Rücknahme des Wertpapiers oder des Ersatzes des Unterschiedsbetrags den Kursverlust auch nach Ende dieser 30-Tage-Frist tragen. Ihnen bleibt nur die Möglichkeit, den Gegenbeweis nach § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG zu führen, dass die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit nicht zu einer Minderung des Börsenpreises geführt hat. Dagegen muss ein Anleger gegenüber den nach § 44 a Abs. 1 BörsG haftenden Experten selbst nachweisen, dass ihm aus der Unrichtigkeit beziehungsweise Unvollständigkeit des Prospektes ein höherer Schaden entstanden ist. Der Gesetzentwurf scheint daher davon auszugehen, dass die Auswirkungen der Unrichtigkeit beziehungsweise Unvollständigkeit des Prospekts durch entsprechende Kursreaktion innerhalb der ersten 30 Tage nach deren Bekanntwerden verarbeitet sind. Diese Wertung muss jedoch zu Gunsten aller Prospektverantwortlichen gelten, also auch derjenigen nach § 44 Abs. 1 BörsG.

---



# ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBANDE E. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN E. V. BERLIN

**Stellungnahme des  
Zentralen Kreditausschusses  
zum Vorschlag der EU-Kommission für eine  
Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates  
über Rating-Agenturen**

**22. Dezember 2008**

Die Europäische Kommission hat am 12. November 2008 ihren Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und Rates über Rating-Agenturen vorgelegt. Der Zentrale Kreditausschuss (ZKA) nimmt zu diesem Verordnungsvorschlag nachfolgend Stellung:

### **1. Allgemeines**

Die Kommission hat sich angesichts der Finanzmarktkrise für eine Registrierung und Überwachung von Rating-Agenturen in der Europäischen Union (EU) entschieden. Sie liegt damit auf einer Linie mit den Schlussfolgerungen des Gipfeltreffens der G20 vom 15. November 2008, wonach alle Finanzinstrumente und Finanzmarktteilnehmer reguliert oder überwacht werden sollen und eine strenge Aufsicht über Rating-Agenturen im Einklang mit internationalen Standards angekündigt wird.

Das Bestreben, die Rating-Agenturen auch in Europa verbindlichen Regeln zu unterwerfen, wird seitens des ZKA unterstützt, um die Durchsetzung von - möglichst internationalen - Standards für Rating-Agenturen innerhalb der Europäischen Union zu gewährleisten. Der derzeit maßgebliche Standard für das Verhalten von Rating-Agenturen, der IOSCO-Code, ist ein unverbindlicher, freiwilliger Verhaltenskodex. Eine internationale Institution, die die Einhaltung seiner Regeln zwingend vorschreiben könnte und über Sanktionsmechanismen für den Fall von Verletzungen der Standards durch die Rating-Agenturen verfügt, gibt es nicht. In den USA hat die Börsenaufsichtsbehörde SEC gesetzlich begründete Möglichkeiten, Einfluss auf das Verhalten der Rating-Agenturen auszuüben. In der Europäischen Union gibt es - abgesehen vom ECAI-Verfahren - bis jetzt nichts Vergleichbares. An verschiedenen Finanzplätzen gibt es somit unterschiedliche regulatorische Rahmenbedingungen mit Blick auf die Rating-Agenturen. Der Ansatz der Kommission, auch in der EU eine entsprechende Regulierung zu schaffen ist von daher im Grundsatz richtig.

Allerdings muss sichergestellt werden, dass die Ratings der auf dem europäischen Markt tätigen Agenturen mit den Ratings an anderen Märkten vergleichbar bleiben. In diesem Zusammenhang begrüßen wir die Aussage in Erwägungsgrund 2 des Verordnungsvorschlages der EU-Kommission, dass „the Commission will continue to work with its international partners to ensure convergence of the rules applying to credit rating agencies“.

Der aktuelle Verordnungsvorschlag der EU-Kommission enthält im Vergleich zu den Überlegungen, die Ende Juli 2008 im Rahmen des damaligen Konsultationsverfahrens vorgelegt worden waren, eine Reihe wesentlicher Verbesserungen. Positiv hervorzuheben sind insbesondere die Klarstellung, dass die Aufsichtsbehörden nicht in die Rating-Methodik und die Rating-Ergebnisse eingreifen dürfen, die verbesserten Anforderungen an die Transparenz der Rating-Agenturen, die Möglichkeit, beim Rating strukturierter Finanzinstrumente neben einer gesonderten Rating-Skala

auch alternative Vorgehensweisen zu nutzen, sowie der Verzicht auf die Option einer zusätzlichen Aufsichtsinstanz zur Regulierung von Rating-Agenturen in der EU.

Gleichzeitig finden sich in dem Verordnungsvorschlag jedoch Vorschriften, die geeignet sind, das Vertrauen in die Verlässlichkeit von Ratings zu beeinträchtigen, Unternehmen und Finanzinstitute mit Sitz in der EU erheblich zu belasten, ihre Wettbewerbsposition gegenüber Drittstaaten zu verschlechtern und Verwerfungen an den Finanzmärkten zu verursachen.

Darüber hinaus ist die Konsistenz zwischen dem beabsichtigten europäischen Regelwerk und internationalen Standards nicht hinreichend gesichert. Das bedeutet indes nicht, dass die EU nur nachvollziehen sollte, was andernorts entschieden wurde. Europa kann und sollte selbst Maßstäbe setzen. Um die Effizienz der Finanzmärkte nicht zu beeinträchtigen, ist es aber dringend geboten, bei den anstehenden und zukünftigen Entscheidungen den Dialog mit anderen Regierungen und relevanten Aufsichtsbehörden zu suchen, um ein möglichst international abgestimmtes Verhalten zu erzielen, wie dies unter Erwägungsgrund 2 dargestellt ist.

Überdies besteht hinsichtlich des Zusammenwirkens der für die Beaufsichtigung der Rating-Agenturen zuständigen Behörden und der für die ECAI-Registrierung und -Überwachung verantwortlichen Bankenaufsichtsbehörden Klärungs- und Verbesserungsbedarf. Hierauf wird nachfolgend im Detail eingegangen.

Schließlich vernachlässigt die Kommission das Problem des mangelnden Wettbewerbs. Die Vorschriften scheinen nicht geeignet zu sein, das bestehende Oligopol am Rating-Markt zu brechen und für mehr Wettbewerb zu sorgen; bei einzelnen Regeln ist eher eine Festschreibung des Status Quo zu befürchten.

## **2. Anmerkungen zu den einzelnen Vorschlägen**

### ***Erwägungsgrund 3***

Wegen der globalen Natur der Finanzmärkte müssen Ratings grenzüberschreitend vergleichbar sein. Die gesetzlichen Anforderungen an die Agenturen an den verschiedenen Finanzplätzen sollten deshalb so gestaltet sein, dass kein Zweifel an der Vergleichbarkeit von Ratings entsteht, die unter unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen zustande kommen. Der von den zuständigen Aufsichtsbehörden entwickelte und im Jahre 2008 im Lichte der Erfahrungen mit der Finanzmarktkrise revidierte IOSCO-Code ist ein allgemein anerkannter internationaler Standard für die Organisation und das Verhalten von Rating-Agenturen.

Soweit die künftige EU-Regulierung keine eigenen spezifischen Regeln enthält, sollte daher die Anwendung der Inhalte des IOSCO-Codes durch die Rating-Agenturen verbindlich vorgeschrieben

werden. In diesem Zusammenhang sollten die Aufsichtsbehörden in der EU beauftragt werden, die Einhaltung des Codes zu überprüfen und durchzusetzen. Damit würde die notwendige Verbindung zwischen der europäischen Gesetzgebung und dem internationalen Standard geschaffen und zugleich sichergestellt, dass der IOSCO-Code in der EU nicht an Bedeutung verliert. Das ist auch deshalb bedeutsam, weil der Verordnungsvorschlag Vorschriften des Codes nicht enthält, die jedoch für die Qualität und Objektivität der Ratings wesentlich sind. Dies gilt insbesondere für Abschnitt 1 des IOSCO-Codes „Quality and Integrity of the Rating Process“ und Abschnitt 3 „CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers“. Diese Vorgaben sollten weiterhin von den Rating-Agenturen vollumfänglich beachtet werden.

#### ***Erwägungsgrund 15***

Die Verpflichtung für Rating-Agenturen, durch geeignete Maßnahmen die Qualität der Informationen, auf denen Ratings beruhen, zu sichern, wird vom ZKA uneingeschränkt unterstützt. Die im Erwägungsgrund genannte Variante vertraglicher Vereinbarungen, die bei Lieferung wissentlich grundlegend falscher oder irreführender Informationen oder mangelnder Sorgfalt hinsichtlich ihrer Genauigkeit die Haftung des bewerteten Unternehmens oder der mit ihm verbundenen Dritten vorsehen, würde jedoch mit großer Wahrscheinlichkeit eine Vielzahl langwieriger rechtlicher Auseinandersetzungen nach sich ziehen. Das könnte die Aussagekraft oder das Vertrauen in die Ratings beeinträchtigen. Deshalb sollte diese Passage entfallen.

#### ***Erwägungsgrund 19***

Die Vorschrift, wonach Rating-Agenturen Maßnahmen treffen sollen, um zu verhindern, dass Emittenten bei mehreren Rating-Agenturen eine Vorabbewertung für ein strukturiertes Finanzinstrument beantragen, sollte gestrichen werden, weil grundlegende Rechte eingeschränkt und der Wettbewerb behindert wird. Emittenten von strukturierten Wertpapieren müssen das Recht haben, alternative Angebote einzuholen, also in diesem Falle bei mehr als einer Rating-Agentur für ein bestimmtes Portfolio ein indikatives Rating zu erfragen. Das führt nicht zwangsläufig zu einer geringeren Rating-Qualität. Wohl aber würde eine Umsetzung dieser Regel den Wettbewerb zwischen den Rating-Agenturen beim Rating strukturierter Finanzinstrumente beeinträchtigen.

#### ***Artikel 2, 4, 12***

Die Registrierungspflicht, die hieraus folgende Unterwerfung der Rating-Agenturen unter eine umfassende Regulierung sowie der Zwang zur Errichtung einer Niederlassung in der EU werden nach Artikel 2 durch das Verhalten Dritter begründet, und zwar unabhängig davon, welche und wie viele Nutzer die Ratings dieser Agentur verwenden und für welche Zwecke. Das führt zu einem Nutzungs- und Importverbot für Ratings, die von nicht in der EU registrierten Agenturen erstellt wurden.

Die in der Verordnung vorgesehene Registrierung verursacht insbesondere erhebliche Probleme, für Banken mit Sitz in der Europäischen Union, die praktisch alle externe Ratings für bankaufsichtliche Zwecke verwenden. Artikel 4, Absatz 1 erlaubt die Nutzung von Ratings für regulatorische Zwecke nur, wenn sie von in der EU ansässigen und gemäß den Verordnungs-Vorschriften registrierten Rating-Agenturen stammen. Artikel 12, Absatz 1 (in der englischen Fassung, die in dieser Hinsicht mit der deutschen nicht übereinstimmt) erlaubt die Registrierung einer Rating-Agentur nur, wenn sie eine juristische Person mit Sitz in der Gemeinschaft ist.

Dieser in den Artikeln 2, 4 und 12 niedergelegte Regulierungsansatz hat zur Folge, dass die Ratings von Agenturen oder deren Niederlassungen mit Sitz außerhalb der EU von den hiesigen Kreditinstituten nicht mehr für externe Ratings genutzt werden könnten. Davon wäre somit die überwiegende Zahl von Ratings von Staaten, Unternehmen und Finanzinstituten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union betroffen. Darüber hinaus könnten Kreditinstitute Ratings von Agenturen nicht mehr nutzen, die keinen Sitz in der EU haben, jedoch im Rahmen der ECAI-Registrierung von den hiesigen Bankenaufsichtsbehörden bislang anerkannt wurden.

In der Folge würden die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung der betroffenen Banken erheblich steigen und/oder bei diesen ein beträchtlicher Umstellungsaufwand entstehen, obwohl die zuvor genutzten Ratings den Qualitätsanforderungen der Bankenaufsicht entsprechen. Zugleich würde ihre Wettbewerbsposition gegenüber Banken in Ländern außerhalb der EU beeinträchtigt. Die an Anlagevorschriften gebundenen institutionellen Anleger mit Sitz in der EU stünden vor massiven Problemen und müssten sich unter Umständen von Teilen ihrer Portfolios trennen. Ein Teil der Investoren würde seine Anlagen künftig über Finanzinstitute außerhalb der EU tätigen.

Im Ergebnis könnte es bei der Umsetzung des Registrierungsansatzes der Kommission zu beträchtlichen Verwerfungen im Finanzsektor, einer verringerten Effizienz des europäischen Finanzmarktes und erheblichen Wettbewerbsverzerrungen zu Lasten europäischer Finanzinstitute kommen. Die Registrierung von Rating-Agenturen und der Anwendungsbereich der Verordnung sollte deshalb mit dem Ziel überarbeitet werden, solche negativen Effekte zu vermeiden.

Außerdem sollte Artikel 4, Absatz 2 ersatzlos gestrichen werden. Nach dieser Regelung können EU-Inländer Wertpapiere, die von nicht in der EU registrierten Rating-Agenturen geratet werden, nicht bei in der EU ansässigen Kreditinstituten oder Finanzinstituten erwerben. Bei Umsetzung dieser Vorschrift müssten alle Finanzinstitute in der EU permanent eine Liste aller weltweit gerateten Wertpapiere vorhalten, unterteilt danach, ob das Rating von in der EU registrierten Agenturen stammt oder nicht. Das würde einen unverhältnismäßig hohen Aufwand verursachen.

Die Vorschrift hätte zudem negative Folgen für Investoren und Finanzintermediäre in Europa. Private und institutionelle Anleger würden sich an Kreditinstitute oder Fonds in Ländern außerhalb

der EU wenden, um ihre Anlagewünsche ungehindert realisieren zu können. Damit entgingen den Finanzinstituten in der EU Geschäfts- und Einnahmemöglichkeiten und ihre internationale Wettbewerbsposition würde spürbar beeinträchtigt.

### **Artikel 6**

Prinzipiell halten wir ein Rotationssystem für Mitarbeiter von Rating-Agenturen für ein geeignetes Instrument, um das Risiko von Interessenkonflikten zu verringern. Der Verordnungsvorschlag ist mit der Vorgabe einer Frist von vier Jahren jedoch zu eng und zu schematisch. Rating-Analysten benötigen, insbesondere beim Rating von Unternehmen, eine geraume Zeit, um einen ausreichenden Einblick in das zu ratende Unternehmen zu gewinnen. Bei einer zu eng gefassten Zeitspanne besteht das Risiko, dass die Qualität der Ratings insgesamt beeinträchtigt wird. Dieses Risiko ist höher zu veranschlagen als das eines Interessenkonflikts aus langjähriger Beziehung zwischen Analysten und gerateten Unternehmen. Zudem ist zu bedenken, dass Rating-Entscheidungen stets von einem Komitee, bestehend aus 5 bis 7 Analysten, getroffen werden. Ein regelmäßiger Austausch sämtlicher Mitglieder eines solchen Komitees hätte vermutlich negative Auswirkungen auf Qualität, Kontinuität und Konsistenz der Rating-Entscheidungen. Deshalb schlagen wir vor die Rotationsfrist auf sieben Jahre zu verlängern. Damit würde auch den unterschiedlichen Gegebenheiten innerhalb der Agenturen Rechnung getragen.

### **Artikel 7**

Die Anforderung in Absatz 1, verwendete Methoden, Modelle und grundlegende Annahmen offen zu legen, ist grundsätzlich positiv zu bewerten. Es fehlt jedoch eine konkrete Definition der Begriffe „Methoden“, „Modelle“ und „grundlegende Annahmen.“ Ohne eine Klarstellung sind Unstimmigkeiten zwischen Rating-Agenturen einerseits und Investoren sowie Emittenten andererseits vorprogrammiert.

In Absatz 5 sowie in Erwägungsgrund 16 werden konkrete Vorgaben zur Vorgehensweise bei einer Änderung der Methoden, Modelle oder Annahmen gemacht. Dies könnte dahingehend interpretiert werden, dass eine vorherige Konsultation der Marktteilnehmer nicht mehr erlaubt sei. Dabei leisten vorherige Konsultationsverfahren einen wesentlichen Beitrag, um Missverständnisse zwischen Rating-Agenturen und Investoren bzw. Emittenten auszuräumen und die Akzeptanz von geänderten Annahmen deutlich zu erhöhen. Es sollte daher unmissverständlich klargestellt werden, dass auch künftig vor einer Änderung von Methoden, Modellen oder grundlegenden Annahmen eine Konsultation der Marktteilnehmer durchgeführt werden kann und standardmäßig auch durchgeführt werden sollte. Eine ausbleibende Information sollte nur als Ausnahmefall für Änderungen vorgesehen sein, die aufgrund von externen Marktgegebenheiten eine kurzfristige Umsetzung erfordern. In diesem Zusammenhang sollte auch bei den Informationen der Rating-Agenturen, die in Anhang I, Abschnitt E des Verordnungsvorschlages aufgeführt sind, unter Ziffer I.5 ergänzt

werden, dass – und ggf. mit welchem – zeitlichen Vorlauf wesentliche Änderungen der Methoden, Modelle und grundlegenden Rating-Annahmen veröffentlicht werden.

### **Artikel 8**

Der ZKA begrüßt ausdrücklich, dass die EU-Kommission unter Artikel 8, Absatz 3 verschiedene Alternativen zulassen möchte, um die Unterschiede zwischen dem Rating von strukturierten Finanzinstrumenten und anderen Wertpapieren beziehungsweise Unternehmen deutlich zu machen. Strukturierte Finanzinstrumente weisen zwar andere Risikoeigenschaften auf als traditionelle Unternehmensanleihen oder Covered Bonds. Auf der anderen Seite liegt der entscheidende Vorteil von Ratings darin, dass durch sie verschiedenartige Wertpapiere unterschiedlicher Struktur und Herkunft mit Blick auf den erwarteten Ausfall beziehungsweise den erwarteten Verlust vergleichbar werden. Eine Auswahl unter alternativen Präsentationen muss deshalb auf jeden Fall möglich sein. Aus Sicht des ZKA bietet es sich hierbei an, Artikel 8, Absatz 3b noch um die Möglichkeit ergänzender Rating-Skalen zu erweitern, mit deren Hilfe wesentliche Einflussfaktoren auf die künftige Rating-Entwicklung bei strukturierten Finanzinstrumenten komprimiert dargestellt werden könnten. Solche Skalen werden zwischen Rating-Agenturen und Marktteilnehmern seit längerem diskutiert und sollten erlaubt sein.

### **Artikel 9**

Die geplante Einrichtung eines vom CESR eingerichteten öffentlich zugänglichen zentralen Datenspeichers mit Informationen über die bisherigen Rating-Ergebnisse und früheren Rating-Tätigkeiten wird vom ZKA ausdrücklich begrüßt. Dieser Datenspeicher sollte dabei so gestaltet werden, dass ein Vergleich der Rating-Ergebnisse der verschiedenen Agenturen als ein wesentliches Merkmal für ihre Qualität möglich wird. Das erfordert einheitliche Meldeschemata sowie Angaben über die Rating-Wanderungen innerhalb verschiedener Zeiträume.

### **Artikel 12 – 15, 18, 21, 23**

Die Verordnung regelt vorrangig die Zusammenarbeit der zuständigen Behörden im Rahmen der vorliegenden Verordnung. Hingegen sind die Ausführungen hinsichtlich der Zusammenarbeit zwischen diesen und den nach anderen EU-Verordnungen oder Richtlinien für die Anerkennung oder Überwachung von Rating-Agenturen zuständigen Behörden wenig konkret. Das betrifft vor allem die in die ECAI-Registrierung eingebundenen Bankenaufsichtsbehörden. Hier wäre eine Harmonisierung der Aufsichtsregime wünschenswert. Zumindest aber bedarf es einer klaren Kompetenzzuordnung und -abgrenzung.

Die Vorschrift in Artikel 18, Absatz 4, wonach CESR „gegebenenfalls“ mit dem Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden zusammenarbeiten soll, ist vor dem Hintergrund, dass aufsichtliche Maßnahmen gegenüber Rating-Agenturen auf der Grundlage der vorliegenden Verordnung erhebliche Auswirkungen auf die Bemessung der Eigenkapitalinanspruchnahme von Banken

und damit auf deren Kreditvergabespielraum nach der CRD haben können, nicht ausreichend. Entscheidungen von Wertpapieraufsichtsbehörden hinsichtlich Rating-Agenturen müssen mit denen der Bankenaufsichtsbehörden kompatibel sein. Dies muss im Interesse der Rechtssicherheit durch eindeutige Festlegungen in der Verordnung über Rating-Agenturen festgeschrieben werden. Die Artikel 12 bis 15, 18, 21 und 23 sollten dementsprechend angepasst werden.

#### ***Artikel 17***

Die Verordnung sieht vor, dass eine Registrierung widerrufen wird, wenn eine Rating-Agentur in den letzten sechs Monaten kein Rating abgegeben hat. Es ist unklar, was unter dem Begriff „abgegeben“ (provided) zu verstehen ist. Vermutlich ist damit gemeint, dass es seit mindestens sechs Monaten keine Emission mehr gibt, die von der Rating-Agentur eine Bonitätsnote aufweist. Eine Klarstellung ist erforderlich.

#### ***Artikel 20, Erwägungsgrund 28***

Artikel 20, Absatz 1 stellt klar, dass sich die zuständigen Behörden nicht in die Inhalte der Ratings einmischen sollten. Diese Klarstellung wird vom ZKA ausdrücklich begrüßt. Allerdings sollte dies die Rating-Methodik mit einbeziehen, wie dies in Erwägungsgrund 28, Satz 3 auch ausdrücklich formuliert ist. Denn die Rating-Agenturen werden an den Märkten nur dann als vertrauenswürdig akzeptiert werden, wenn sie bei der Erstellung ihrer Ratings keiner Beeinflussung durch Dritte ausgesetzt sind. Deshalb dürfen keine Außenstehende – auch keine Aufsichtsbehörden – in die Rating-Methodik und die Rating-Ergebnisse eingreifen. Das bedeutet umgekehrt, dass die Agenturen für Qualität und Richtigkeit der Methodik und der Ergebnisse die alleinige Verantwortung tragen und dafür auch einstehen müssen.

#### ***Artikel 21***

Die Aussetzung der Verwendung von Ratings gemäß Artikel 21, Absatz 1c sollte auf die Verwendung für regulatorische Zwecke begrenzt werden. Den sonstigen Nutzern sollte es freigestellt bleiben, ob sie Ratings weiter verwenden oder nicht. Jedoch sollten sie über die Maßnahmen der Aufsichtsbehörden in Form einer öffentlichen Erklärung informiert werden.

#### ***Artikel 32***

Die Vorschrift ermächtigt die Kommission die Anhänge zu ändern. Diese Maßnahmen sollen nach dem Regelungsverfahren mit Kontrolle erlassen werden. Es ist sicherzustellen, dass auch bei Änderungen der Anhänge vorab eine Konsultation der Marktteilnehmer erfolgt.

#### ***Anhang 1, Abschnitt A, Erwägungsgrund 10***

Die unter Ziffer 2, Absätze 3 bis 5 von Anhang 1 aufgeführten Vorschriften über die Besetzung von Aufsichtsgremien in Rating-Agenturen, die Amtsdauer von Mitgliedern der Aufsichtsgremien, die Möglichkeit ihrer Wiederbestellung, die von bestimmten Aufsichtsmitgliedern auszuübenden

Tätigkeiten und die Vergütung für ihre Tätigkeit sollten ersatzlos gestrichen werden. Hierbei handelt es sich um weitreichende Eingriffe, die keinesfalls reguliert werden dürfen. Ähnliche Vorschriften finden sich weder im IOSCO-Code noch in Regulierungen von Rating-Agenturen durch andere Staaten.

### ***Anhang 1, Abschnitt B, Ziffer 3***

Rating-Agenturen sollten nicht verpflichtet werden, bestehende Ratings zurückzunehmen, wenn bestimmte Ereignisse eintreten. In solchen Fällen ist nämlich zunächst nicht bekannt, ob bei den bestehenden Ratings tatsächlich Interessenkonflikte das Rating-Ergebnis beeinflusst haben. Wenn das nicht der Fall ist, gibt es keinen Grund, das Rating zu widerrufen. Dies gilt umso mehr als ein Widerruf eines Ratings generell negative Folgen für das geratete Unternehmen und die Investoren hat, die Wertpapiere des Unternehmens halten. Institutionelle Investoren sind dann, sofern sie Ratings geknüpfte Anlagevorschriften befolgen müssen, gezwungen, die in ihrem Besitz befindlichen Wertpapiere des Unternehmens ohne Rücksicht auf die aktuelle Marktlage zu veräußern, was die Finanzierung des betroffenen Unternehmens erheblich erschwerte.

Deshalb befürwortet der ZKA eine Regelung, die vorsieht, dass eine Rating-Agentur bei Auftreten der in Ziffer 3 a bis c genannten Fälle entsprechende Korrekturmaßnahmen ergreifen sowie innerhalb einer angemessenen Zeitspanne eine umfassende Überprüfung der möglicherweise betroffenen Ratings durchführen muss. Während dieser Zeit ist das Rating auf die Beobachtungsliste zu setzen und der Vorgang den Marktteilnehmern zu kommunizieren.

### ***Anhang 1, Abschnitt B, Ziffer 4 und 5***

Um Unklarheiten zu vermeiden und das Vertrauen in die Verlässlichkeit von Ratings zu stärken, sollten die in diesen Vorschriften verwendeten Begriffe „Beratung“, „Empfehlungen“ und „Vorschläge“ präzisiert werden. Insbesondere beim Rating strukturierter Finanzinstrumente ergeben sich erhebliche Interpretationsschwierigkeiten. Fraglich ist zum Beispiel, ob eine Erläuterung der Gründe für das Zustandekommen eines indikativen Ratings als Empfehlung an dem Emittenten betrachtet werden kann, weil die Begründung deutlich macht, an welchen Stellen Anpassungen vorgenommen werden sollten, um das gewünschte Rating-Ergebnis zu erreichen. Generell sollten Emittenten das Recht haben, die Gründe für ein bestimmtes Rating genau zu kennen und ausreichend Informationen über die Reaktion der Ratings auf bestimmte Änderungen von Portfolios zu erhalten.

### ***Anhang 1, Abschnitt B, Ziffer 7, Erwägungsgrund 20***

In dieser Vorschrift sollte insbesondere mit Blick auf die Dokumentation des Dialogs zwischen Emittenten und Rating-Agenturen die Befolgung von Vertraulichkeitsauflagen und Geheimhaltungsvorschriften verankert werden.

***Anhang 1, Abschnitt C, Ziffer 2c***

Der Begriff „bis vor Kurzem“ sollte aus Gründen der Klarheit und Überprüfbarkeit durch eine feste Zeitspanne ersetzt werden.

***Anhang 1, Abschnitt D, Ziffer 3, Erwägungsgrund 14***

In Absatz 2 sollten die Rating-Agenturen verpflichtet werden, für den Fall, dass keine verlässlichen Daten vorliegen oder die Struktur eines neuen Typs von Instrument oder die Qualität der verfügbaren Informationen nicht zufriedenstellend sind oder ernsthafte Fragen dahingehend aufwerfen, ob eine Rating-Agentur ein glaubwürdiges Rating erbringen kann, auf die Abgabe eines Ratings zu verzichten soweit solche Ratings nicht bereits bestehen. In diesem Fall sollte die betreffende Agentur die hiermit verbundenen Unklarheiten offenlegen. Eine Rücknahme von Ratings könnte hingegen unerwünschte Marktreaktionen nach sich ziehen (vgl. unsere Anmerkungen zu Anhang 1, Abschnitt B, Ziffer 3).

Generell sollte die Entwicklung von Finanzinnovationen, deren Verbreitung häufig davon abhängt, ob ein Rating erstellt werden kann, nicht durch übermäßig einengende Bedingungen für die Rating-Agenturen beschnitten werden. Letztlich sollten die Marktteilnehmer frei über die Zukunft von Produkten entscheiden. Elementar wichtig beim Rating neuen Finanzinstrumenten ist eine umfassende Information über die Rating-Methodik, die zugrundeliegenden Daten sowie die absehbare Volatilität des Ratings.