

Stellungnahme zum Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts

Mai 2011

Grundsätzliche Bemerkungen

Mit dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (FinAnlVerm- u. VermAnlG) will das Bundesfinanzministerium den Anlegerschutz verbessern, auch und gerade im „grauen Kapitalmarkt“. Der vorliegende Regierungsentwurf (RegE) steht dabei in engem sachlichen Zusammenhang zum kürzlich verabschiedeten Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (AnsFuG).

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt das Ziel einer erhöhten Transparenz bei Finanzprodukten und einer vereinfachten Form der Anlegerinformation zum Zweck der Verbesserung der Anleger- und Verbrauchersicherheit. Daher hat das Deutsche Aktieninstitut auch immer grundsätzlich die Kernidee eines Kurzinformativblatts unterstützt, welches sich auf die Darstellung der wesentlichen Merkmale, Chancen und Risiken des Anlageprodukts beschränken soll.

Das Deutsche Aktieninstitut hat die Entwicklung zu den Informationsblättern v.a. aus mehreren Gründen jedoch kritisch bewertet und begleitet:

Zum einen darf dem Anleger nicht suggeriert werden, die Lektüre der verkürzten Darstellungen des Informationsblatts, aber auch der Zusammenfassung eines Prospekts, reiche für eine informierte Anlageentscheidung aus. Eine Zusammenfassung oder ein Informationsblatt kann nicht alle für die Anlageentscheidung wesentliche Informationen ohne Vereinfachung und Kürzung enthalten. Hierfür ist immer der gesamte Prospekt heranzuziehen. Zudem verliert das Erfordernis eines solch ausführlichen Dokuments aus regulierungspolitischen Gründen ansonsten seine Berechtigung. Dies ist wegen der anstehenden europäischen Konkretisierung der geänderten Prospekttrichtlinie (2010/73/EU bzw. 2003/71/EG) mit den neuen Anforderungen an die Prospektzusammenfassung oder der PRIPS-Initiative noch nicht gänzlich abzusehen. Allerdings weist die EU-Prospektrichtlinie in Erwägungsgrund 15 schon jetzt darauf hin, dass eben die Zusammenfassung des Prospekts für Kleinanleger eine zentrale Informationsquelle darstellen sollte. Den Entwicklungen wird nun teilweise vorgegriffen, weshalb sich das Deutsche Aktieninstitut

auch grundsätzlich eine stärkere Einbindung der Initiativen des FinAnlVerm- u VermAnlG und des AnsFuG in die europäischen Entwicklungen gewünscht hätte.

Zum zweiten befürchtet das Deutsche Aktieninstitut, dass Informationen oder deren Darstellung in der Zusammenfassung von Prospekten als der entscheidenden Grundlage für die Ausgabe von Wertpapieren und dem Informationsblatt schon aufgrund nicht aufeinander abgestimmter regulatorischer Erfordernisse auseinanderfallen können und dadurch Diskrepanzen in den Haftungsregelungen von Zusammenfassung und Informationsblättern auftreten. Diese Befürchtung droht sich nun mit dem RegE zu bestätigen, da die Haftungsregeln für das Informationsblatt von denjenigen der geänderten Prospektrichtlinie abweichen.

Zum dritten ist grundsätzlich zu fragen, ob Produktinformationsblätter in jedem Fall eine Verbesserung des Anlegerschutzes darstellen und welche negativen Folgewirkungen damit einhergehen. Die Kernidee des Produktinformationsblattes ist die einfache Darstellung eines Finanzinstruments, das durch Strukturierung und/oder Gebühren komplexer geworden ist als das einfache Wertpapier, auf dem es beruht. Für Aktien und ggf. auch einfache Unternehmensanleihen ist dieser Kerngedanke jedoch nicht anwendbar, denn ihre Struktur ist vom Anleger einfach zu verstehen und der Emittent muss schon jetzt zahlreiche Anlegerinformationen bereit stellen, die dem Anleger eine informierte Anlage erlauben. Überdies sind zahlreiche Detailfragen der Produktinformationsblätter für Aktien bislang völlig ungeklärt, z.B. wie die Informationen vom beratenden Kreditinstitut zusammengestellt werden können, wo es doch nicht selbst Emittent des betreffenden Wertpapiers ist. Da die Erstellung von Produktinformationsblättern zudem mit Kosten verbunden ist, denen bei der Direktanlage anders als bei anderen Anlageprodukten häufig deutlich geringere Ertragschancen gegenüberstehen, ist schließlich zu befürchten, dass die Beratung zu Einzelaktien Kreditinstituten deutlich schwerer fallen wird. Insbesondere kleinere und mittlere Emittenten, die häufig stärker auf private Anleger angewiesen sind, werden dies zu spüren bekommen. Das Deutsche Aktieninstitut hält es daher für dringend notwendig, Aktien und ggf. einfache Unternehmensanleihen von der Pflicht zur Erstellung von Produktinformationsblättern nach § 31 WpHG auszunehmen, mindestens aber diese Pflicht praktikabler auszugestalten, um Schaden von der Aktiendirektanlage sowie letztlich der Finanzierung von börsennotierten Unternehmen abzuwenden. Das Gesetzgebungsverfahren zum FinAnlVerm- u VermAnlG bietet daher die Gelegenheit, das AnsFuG an dieser entscheidenden Stelle noch einmal nachzubessern.

Am FinAnlVerm- u VermAnlG kritisiert das Deutsche Aktieninstitut zudem die ungerechtfertigte Diskriminierung der Anlageformen, wie insbesondere Aktien und Unternehmensanleihen, die dem Wertpapierprospektgesetz unterliegen, gegenüber denjenigen, die dem Vermögensanlagengesetz unterliegen.

Bei letzterem Gesetz sind Nachträge zum Prospekt weder von der Aufsicht zu billigen, noch lösen sie ein Widerrufsrecht der Anleger aus, wie es aber nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) der Fall ist.

Vor allem aber wendet sich das Deutsche Aktieninstitut gegen die ungerechtfertigte Haftungsverschärfung bei Wertpapieren, die dem WpPG unterliegen, indem die von der Bundesregierung noch kürzlich verteidigten Sonderverjährungsvorschriften des Börsen- und Verkaufsprospektgesetzes (BörsG), gestrichen werden. Die Verlängerung der Verjährung auf maximal 10 Jahre für Prospektfehler nach § 24 WpPG-E und die Verschärfung bei den konkurrierenden Ansprüchen aus unerlaubten Handlungen sind abzulehnen: Das bisherige Prospekthaftungsregime ist durch Beweiserleichterungen, die dem Anleger zugute kommen, und der kurzen Verjährung, die dem Emittenten zugute kommen kann, austariert. Die Ausgewogenheit würde nun einseitig zu Lasten der Emittenten beseitigt.

Zu den vorgeschlagenen Neuregelungen im Einzelnen

Zu § 8 VermAnlG-E

Nachträge zu Prospekten nach dem VermAnlG-E sollten wie im WpPG einer Billigungspflicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegen und ein Widerrufsrecht auslösen.

Im Gegensatz zu Prospekten des WpPG müssen Nachträge hier von der BaFin weder gebilligt werden noch lösen sie ein Widerrufsrecht aus. Dies stellt eine Diskriminierung der Anlageformen des WpPG dar und ist dem Anlegerschutz nicht dienlich. Umgekehrt ließe sich eine Besserstellung der Anlageformen nach dem WpPG rechtfertigen, wenn die dortigen Emittenten der Transparenz- und Marktmissbrauchsrichtlinie unterliegen. Dies führt zu einer umfassenden Transparenz der Emittenten gegenüber den Anlegern. Das Deutsche Aktieninstitut hat in seinen Stellungnahmen zur Überarbeitung der Prospekt-richtlinie vorgeschlagen, die Pflicht, Nachträge durch die BaFin billigen lassen zu müssen, zu streichen. Dies geschah vor dem Hintergrund, dass bei Emittenten, auf die die Marktmissbrauchsrichtlinie anwendbar ist, unverzüglich eine Ad-Hoc-Meldung zu veröffentlichen, der ggf. entsprechende Nachtrag zum Prospekt aber erst von der BaFin zu prüfen ist. Diese zeitliche Diskrepanz führt wegen der Möglichkeit des Widerrufs zu Arbeitragemöglichkeiten bei den Anlegern zu Lasten des Emittenten, indem sie nach der Ad Hoc-Meldung kaufen, also um den Inhalt des noch zu veröffentlichen Nachtrags wissen, und dann ggf. ihr Widerrufsrecht ausüben, wenn sich etwa der Kurs der Wertpapiere nicht wie erhofft entwickelt. Trotz der Bedenken des Deutschen Aktieninstituts besteht die Billigungspflicht weiterhin. Bei Vermögens-

anlagen tragen die Bedenken des Deutschen Aktieninstituts nicht, da der Transparenzstandard dort nicht gilt. Es ist deshalb kein Grund ersichtlich, warum die Nachträge im sog. Grauen Kapitalmarkt nicht auch durch die BaFin gebilligt werden sollen, der Bedarf dürfte hier sogar größer sein. Das gleiche gilt für das Widerrufsrecht der Anleger nach einem Nachtrag. Die Anlageformen sollten gleich behandelt werden.

Zu § 23 bzw. § 13 VermAnlG-E

Das Deutsche Aktieninstitut kritisiert das Auseinanderfallen der Haftungsregelungen für Prospektzusammenfassungen und Informationsblätter, für das kein sachlicher Grund ersichtlich ist.

In Artikel 6 Absatz 2 Unterabsatz 2 der EU-Prospektrichtlinie bzw. in § 45 Abs. 2 Nr. 5 BörsG wird für die Zusammenfassung nur dann gehaftet, wenn sie irreführend, unrichtig oder widersprüchlich ist, „wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen wird“. Die Haftung für das Vermögensanlagen-Informationsblatt soll gem. § 23 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG-E dagegen dann bestehen, wenn die darin enthaltenen Angaben „*irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Stellen des Verkaufsprospekts vereinbar*“ sind. Es handelt sich dabei um eine von der Haftung für die Prospektzusammenfassung erheblich abweichende Regelung.

Erstens: Eine Haftung besteht für das Informationsblatt zunächst, wenn es *irreführend oder unrichtig* ist. Hier fehlt der Bezug zu ausführlichen Informationen, wie sie etwa im Prospekt zu erwarten sind. In der Begründung zum RegE heißt es auf S. 55: „durch die komprimierte Darstellung darf sich jedoch kein Informationsverlust ergeben“. Auch hier fehlt der Bezug, gegenüber welchem Stand sich kein Informationsverlust ergeben darf. Sollte der Bezugspunkt der Gesamtprospekt sein, stellt der Gesetzgeber eine Anforderung auf, die schlicht nicht zu erfüllen ist. Gezwungenermaßen verkürzt dargestellte Informationen des Informationsblatts – es wird, egal wie komplex das Finanzprodukt sein mag, auf drei Seiten beschränkt – können die Informationen wie ein Prospekt von ggf. mehreren hundert Seiten nicht vermitteln. Das Informationsblatt selbst muss die Voraussetzungen, „richtig“ und „nicht irreführend“ zu sein, voll erfüllen. Aus gutem Grunde ist jedoch für die Haftung für die mit einem Informationsblatt strukturell ähnliche Zusammenfassung zu einem Prospekt stets der Bezug zu den ausführlichen Informationen des gesamten Prospekts hergestellt. Verkürzte Darstellungen bergen immer die Gefahr, die Grenze zu überschreiten, bei der über Irreführung oder Unrichtigkeit trefflich gestritten werden kann. Es könnte sich beim fehlenden Bezug zum Prospekt allerdings um ein redaktionelles Versehen handeln. Die Ausführungen in der Begründung zum RegE wären nur dann nachvollziehbar: „*Schließlich soll der Anleger darauf hingewiesen werden, dass er nur dann möglicherweise einen Anspruch wegen fehlerhafter Angaben in einem Vermögensanlagen-*

Informationsblatt geltend machen kann, wenn die Angaben irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts vereinbar sind. Da diese Einschränkung für sämtliche zivilrechtliche Ansprüche auf der Grundlage der in dem Vermögensanlagen-Informationsblatt enthaltenen Angaben gilt, ist es besonders wichtig, dies dem Anleger vor Augen zu führen“ (S. 55). Ein Anspruch wegen „fehlerhafter“ Angaben im Informationsblatt soll also nur dann bestehen, wenn sie „unrichtig“ sind? Wie oben dargelegt, kann von einer „Haftungseinschränkung“ nur dann gesprochen werden, wenn ein Bezug zum gesamten Prospekt besteht. Sonst besteht eine volle isolierte Haftung für das Informationsblatt.

Zweitens: Gehaftet wird nach § 23 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG-E auch dann, wenn die Angaben nicht mit *den einschlägigen Stellen des Prospekts* vereinbar sind. Es fragt sich, weshalb der Zusatz der einschlägigen Stellen gegenüber der Haftungsregelung für die Prospektzusammenfassung eingefügt wurde. Aus gutem Grunde enthält etwa die geänderte Prospektrichtlinie diese Formulierung nur in den Erwägungsgründen, nicht aber im Gesetzestext. Es handelt sich um eine Verschärfung, die Rechtsunsicherheiten mit sich bringt, weil auch dieser Wortlaut unterschiedliche Auslegungen darüber, ob eine bestimmte Angabe in einer bestimmten Stelle des Prospekts hätte ausgeführt werden müssen, zulässt – und dies alles zu Lasten des Erstellers des Produktinformationsblatts. Ein sachlicher Grund für diese Diskrepanz ist nicht ersichtlich, der Aufbau des Prospekts wird ohnehin durch eine Verordnung geregelt werden, die einen gewissen Rahmen vorgibt.

Dagegen verlangt § 13 Nr. 4 VermAnlG-E sogar, dass die Angaben mit den einschlägigen Stellen des Prospekts „übereinstimmen“ müssen. Da dies so ausgelegt werden kann, dass die Texte wortidentisch sein müssen, ist diese Formulierung entschieden abzulehnen. Dies ist nach unserer Auffassung auch nicht vom RegE intendiert. Auch hier kann der Wortlaut aus der EU-Prospektrichtlinie in Bezug auf die Zusammenfassung herangezogen werden, wonach die Angaben nicht „widersprüchlich“ sein dürfen, wenn sie zusammen mit dem Prospekt gelesen werden, Artikel 6 Absatz 2, Unterabsatz 2.

Das Deutsche Aktieninstitut schlägt deshalb vor, gerade was die Haftungsvorschriften angeht, die noch nicht abgeschlossenen europäische Rechtssetzung hinsichtlich der Produktinformation bei Anlageprodukten für Privatanleger (sog. Packaged Retail Investment Products – PRIPs) sowie der Überarbeitung der Prospektrichtlinie abzuwarten. Der deutsche Gesetzgeber nimmt eine Regulierung vorweg, die auf europäischer Ebene noch aussteht. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte von einem nationalen Alleingang abgesehen werden. Eine Regelung der Produktinformation kann effektiv und sinnvoll nur in einem europäischen Kontext erfolgen. Eine Abstimmung zwischen den EU-Mitgliedstaaten ist einer Regelungsinitiative im Alleingang in jedem Falle vorzuziehen.

Soll dagegen an einer Haftungsnorm zum jetzigen Zeitpunkt festgehalten werden, schlägt das Deutsche Aktieninstitut die angepasste Übernahme des Wortlauts aus dem WpPG vor:

„(1) Wer Vermögensanlagen auf Grund von Angaben in einem Vermögensanlagen-Informationenblatt erworben hat, kann (...) verlangen, wenn

die in dem Vermögensanlagen-Informationenblatt enthaltenen Angaben irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind, wenn sie zusammen mit dem Verkaufsprospekt gelesen werden.“

Zu § 34f Gewerbeordnung

Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt, Finanzanlagenvermittler und -berater der Aufsicht der BaFin zu unterstellen. Dies würde eine kompetente und zentrale und damit einheitliche Überwachung sicherstellen. Die Gewerbebehörden sind dagegen nicht auf Finanzprodukte spezialisiert und dezentral bzw. lokal organisiert.

Zu § 24 WpPG

Bei dem von § 13a VerkProspG inhaltlich weitgehend übernommenen neuen § 24 WpPG wird die Sonderverjährung der Ansprüche wegen des Fehlens eines Prospekts nicht übernommen. Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt, auch künftig die Sonderverjährung von einem bzw. drei Jahren aufrecht zu erhalten. Nur die bisherige Regelung ist ausgewogen.

Werden die Wertpapiere nicht am regulierten Markt zugelassen, bestimmt sich das Erfordernis zur Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts danach, ob ein öffentliches Angebot von Wertpapieren vorliegt. Es handelt sich dabei um einen unbestimmten Rechtsbegriff, der mit Rechtsunsicherheit behaftet ist. Dabei ist denkbar, dass die Auslegung des Begriffs durch den Prospektverantwortlichen und die BaFin von der eines Zivilgerichts später abweicht. Auf eine Auskunft der BaFin oder deren Verwaltungspraxis kann sich der Anbieter daher nicht verlassen. Hinzu kommt, dass nur die Tatsache der fehlenden Prospektveröffentlichung, nicht aber das Vorenthalten einer für die wirtschaftliche Entwicklung der Anlage bedeutenden Information die Haftung auslöst. Selbst wenn also die fehlenden Informationen aus dem Prospekt keinen Einfluss auf die Anlageentscheidung gehabt hätten und kein Zusammenhang zwischen den Informationen aus einem Prospekt und späteren negativen Entwicklung der Anlage – man denke nur an die Finanzkrise – besteht, soll der Anbieter nun bis zu zehn Jahre auf Rückabwicklung haften. Über das Risiko der fehlerhaften Auslegung des Prospektgesetzes wird auch das Risiko einer negativen Entwicklung des Investments auf den Emittenten verlagert.

Eine rechtssichere Kapitalaufnahme ohne Prospekt wird damit durch den deutschen Gesetzgeber erheblich gefährdet.

Zu §§ 21 ff. WpPG-E und der Aufhebung der §§ 44–47 BörsG

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt eine Verlängerung der Verjährung der Prospekthaftung ab, da sie zu einem unausgewogenen Haftungsregime führen und gerade zur Unzeit der Finanzkrise eine weitere Hürde für Unternehmen aufbauen würde, den Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung in Anspruch zu nehmen.

Bereits im Zusammenhang mit dem Dritten und Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurde die Frage der Verjährung ausführlich diskutiert. Dabei kam man zu dem Ergebnis, dass für Wertpapierprospekte eine Sonderverjährung gelten sollte, sogar eine Verkürzung der Verjährung von fünf auf drei Jahren angebracht sei. Dies wurde u.a. mit der Schnelligkeit des Geschäftsverkehrs gerade im Wertpapierbereich begründet und damit dass die Risiken im Rahmen der Prospekthaftung begrenzen würde. Es sei dem Erwerber zumutbar, innerhalb der vorgesehenen Fristen die erforderlichen Schritte einzuleiten, um seine Ansprüche gegenüber dem Prospektverantwortlichen durchzusetzen (vgl. BT-Drucks. 13/8933, S. 81).

Dem ist beizupflichten: Insbesondere Prognosen, die Bestandteil jeden Prospekts sind, bergen mit zunehmender Verjährungsfrist erhebliche Rechtsunsicherheiten. Die Beurteilung, ob eine Prognose unvertretbar war, dürfte nach zehn Jahren äußerst schwierig, wenn nicht unmöglich sein. Innerhalb eines so langen Zeitraums sind Änderungen im Geschäftsmodell, Strategiewechsel und Umstrukturierungen des Emittenten nicht unwahrscheinlich, die eine sachliche ex ante Betrachtung zusätzlich erschweren können. Zwar besteht eine Haftung nicht, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat (§ 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). Dies zu beweisen, obliegt jedoch dem Prospektverantwortlichen und dürfte wegen der Komplexität der Kursbildung strukturell, nicht nur individuell, äußerst schwierig und nur in offenkundigen Situationen überhaupt möglich sein.

Zudem kommt die Ausschöpfung der Maximalverjährungsfrist von zehn Jahren nur dann in Frage, wenn Fehler im Prospekt lange unentdeckt bleiben. Die Haftung für fehlerhafte Prospekte ist jedoch kein Selbstzweck, sondern kommt dann zum Tragen, wenn eine negative Kursbeeinflussung gegeben ist. Wenn Fehler aber im Markt unentdeckt bleiben, haben sie mit hoher Wahrscheinlichkeit auch keinen Einfluss auf den Kurs gehabt. Dies stellt wiederum den Zweck der Verjährungsverlängerung in Frage. Weiterhin besteht die Sorge, dass eine Verlängerung der Verjährung lediglich zu einer weiteren Verlängerung der Verfahrensdauer tritt und die Gerichte (gerade bei Großverfahren)

die gesetzlichen Anforderungen zur Streitbeilegung nicht werden erfüllen können. Sinn und Zweck der Verjährung ist die Herstellung von Rechtssicherheit und die Wahrung des Rechtsfriedens. Dies muss in die Abwägung mit einbezogen werden.

Erneut wurde die Diskussion in den Jahren 2008/2009 im Rahmen des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Anleihen und zur Anpassung kapitalmarktrechtlicher Verjährungsvorschriften (SchVG) geführt. Der Gesetzentwurf sollte u.a. ausdrücklich bestehende Lücken im Bereich der kapitalmarktrechtlichen Verjährungsvorschriften schließen. Der Bundesrat hatte dies der Bundesregierung u.a. in seinen Stellungnahmen zum Entwurf eines Gesetzes zur Anpassung von Verjährungsvorschriften an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 9. Juli 2004 (BR-Drucks. 436/04) aufgegeben. Die Bundesregierung hat sich dabei ausdrücklich gegen die erneute Forderung des Bundesrats einer Anpassung der Prospekthaftungsverjährung an die Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuchs ausgesprochen:

„Die Bundesregierung vermag sich der Anregung des Bundesrates nicht anzuschließen. Die besonderen kapitalmarktrechtlichen Verjährungsvorschriften wurden im Rahmen der Erarbeitung des Gesetzentwurfs bereits eingehend geprüft. Die Bundesregierung hält die kurze Verjährungsfrist nach § 46 des Börsengesetzes nach wie vor für gerechtfertigt, da es hier nach § 45 des Börsengesetzes sehr weitreichende Beweiserleichterungen für den Anspruchsteller gibt. Dadurch wird im Vergleich zu anderen Haftungsgrundlagen eine erhebliche Besserstellung des Anspruchstellers bewirkt, die in der Gesamtschau nur bei Beibehaltung der kurzen Verjährungsfrist gerechtfertigt erscheint“ (BT-Drs. 16/12814, S. 32).

Die Beweiserleichterungen liegen gemäß § 45 BörsG darin dass „der Schuldner (...) in diesen Fällen zu seiner Entlastung nachweisen (muss), dass ihm die falsche Kapitalmarktinformation nicht bekannt war und diese Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Ebenso obliegt ihm der Beweis, ob der Anspruchssteller, die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Information bei Abschluss der Kapitalmarkttransaktion kannte,“ so die Begründung zum Regierungsentwurf des SchVG (BR-Drs. 180/09, S. 21).

Der Anleger braucht zudem, selbst wenn er die Wertpapiere im Zweiterwerb, z.B. über die Börse und nicht vom Emittenten erworben hat, die Kausalität des Prospektfehlers nicht zu beweisen. D.h. der Anleger muss nicht darlegen, dass er den Prospekt überhaupt zur Kenntnis genommen hat und dann die Wertpapiere aufgrund des Prospektes erworben hat, wenn der Erwerb innerhalb der 6 Monate lag, § 44 BörsG. Der in Anspruch Genommene trägt dagegen die Beweislast dafür, dass die Wertpapiere nicht aufgrund des Prospektes erworben wurden und deshalb der Fehler im Prospekt auch keinen Einfluss auf die Anlageentscheidung haben konnte. Dies dürfte kaum gelingen. Angesichts des-

sen, dass die EU-Kommission im Zuge ihrer Untersuchungen zur jüngsten Überarbeitung der EU-Prospektrichtlinie festgestellt hat, dass Wertpapierprospekte von Anlegern in der Regel nicht gelesen werden,¹ ist dies eine erhebliche Erleichterung für Anleger, in deren Folge Emittenten vielfach auch dann haften dürften, wenn die Prospekte nicht gelesen wurden, gerade beim Zweiterwerb. Im Gegenzug hat der Gesetzgeber bewusst die Haftungsbegrenzung für Erwerbe innerhalb der ersten 6 Monate festgelegt und die Regelung so austariert.

Die Bundesregierung kommt jedenfalls im Entwurf des SchVG zum Schluss, dass *„die erleichterte Durchsetzung der Ansprüche der Anleger (...) nur bei einer Beibehaltung der kurzen Verjährungsregelungen ein ausgewogenes Haftungsregime (bildet). Zu diesen Erwägungen tritt hinzu, dass im Bereich des Kapitalmarktes aufgrund der zunehmenden Volatilität der Preise von Finanzinstrumenten und der schnell abnehmenden Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursentwicklung auch seitens der Emittenten und deren Organmitgliedern ein berechtigtes Interesse an frühzeitiger Rechtssicherheit hinsichtlich der möglichen Haftungs- und Rückgewähransprüche besteht“* (BR-Drs. 180/09, S. 21).

Dem kann ebenfalls nur beigespflichtet werden.

Diese Argumente sind – auch wenn der RegE des vorliegenden Gesetzes dazu schweigt – immer noch stichhaltig. Gerade die Entwicklungen in den letzten Jahren, insbesondere die Finanzmarktkrise haben aber gezeigt, dass die Schnelligkeit des Kapitalmarkts noch zugenommen hat. Zudem hat die Finanzkrise offenbart, wie wichtig der Zugang von Unternehmen zum Kapitalmarkt ist. Unternehmen benötigen eine breite Finanzierungsbasis und damit Zugang zu Eigen- und Fremdkapital jenseits des Bankkredits. Dies sind insbesondere Kapitalerhöhungen, aber auch Anleiheemissionen am Kapitalmarkt, um damit Liquiditätspässe überbrücken zu können.

Das Risiko, bis zu zehn Jahre nach der Emission von Wertpapieren einer strengen Prospekthaftung ausgesetzt zu sein, dürfte nicht zuletzt kleine und

¹ “In particular, it has emerged that, unlike qualified investors, retail investors do not (on the whole) make use of prospectuses for their investment decisions”, Background Document “Review of Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive) vom 9.1.2009, S. 2. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/prospectus/background_en.pdf. Auch das Deutsche Aktieninstitut hat in einer empirischen Studie mit 44.321 Befragten festgestellt, dass Anlageentscheidungen von Privatanlegern vorrangig aufgrund von Berichten öffentlicher Medien getroffen werden (Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 42, abrufbar unter www.dai.de, Rubrik „Publikationen“, „Studien“).

mittlere Unternehmen von der Inanspruchnahme des Kapitalmarkts geradezu abschrecken.

Die im Regierungsentwurf neu hinzugekommene Verschärfung in § 25 Abs. 2 WpPG n.F. gegenüber § 47 BörsG a.F. ist ebenfalls abzulehnen. Dadurch können nunmehr auch Ansprüche nicht nur aus vorsätzlichen oder grob fahrlässigen, sondern auch aus leicht fahrlässigen unerlaubten Handlungen neben die Haftung aus dem Prospektgesetz treten. Die Vorschrift ermöglicht es, Verletzungen von Schutzgesetzen zivilrechtlich geltend zu machen, z.B. eine „unrichtige Darstellung“ i.S.v. § 400 AktG. Die Beschränkung auf grob fahrlässige und vorsätzliche unerlaubte Handlungen hatte aber einen guten Grund: das Prospekthaftungsregime ist austariert, dort gilt eine Beweislastumkehr zugunsten des Klägers: der Prospektverantwortliche hat nachzuweisen, dass ihm am Prospektfehler kein Verschulden trifft. Eigentlich sollte das Prospekthaftungsregime bis auf Ausnahmen, in denen etwa besonderes Vertrauen in Anspruch genommen oder sittenwidrig gehandelt wird, auch abschließend sein (vgl. Begründung zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 6.11.1997, BT-Drs. 13/8933, S. 79). Uns ist auch nicht bekannt, dass krasse Fälle nicht verfolgt werden konnten, weil nicht auch fahrlässige unerlaubte Handlungen geltend gemacht werden konnten. Mit der Erweiterung der Haftung werden die speziellen Prospekthaftungsregelungen unterlaufen, die Verschärfung sollte nicht vorgenommen werden.

Nachbesserungsbedarf im Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (AnsFuG): Produktinformationsblätter für Aktien mit problematischen Folgen

Der RegE des FinAnlVerm- u VermAnlG steht im sachlichen Zusammenhang mit dem Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (AnsFuG), das kürzlich verabschiedet worden ist. Das Gesetzgebungsverfahren bietet damit die Gelegenheit, auch das AnsFuG an einer wichtigen Stelle noch einmal nachzubessern, um schweren Schaden von der direkten Aktienanlage sowie insbesondere den kleinen und mittleren börsennotierte Unternehmen abzuwenden.

Konkret geht es uns um die Pflicht der Kreditinstitute, nach § 31 Abs. 3 WpHG i.V.m. § 5a WpDVerOV für jedes Finanzinstrument im Rahmen der Anlageberatung ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt zur Verfügung zu stellen, auf das sich eine Kaufempfehlung bezieht. Auch wenn sich das Deutsche Aktieninstitut eine stärkere Einbindung der Initiative in ausstehende europäische Regulierungen gewünscht hätte, stehen wir der Kernidee, die Produktinformation bei *komplexen* Finanzprodukten zu verein-

fachen, grundsätzlich aufgeschlossen gegenüber. In dieser Weise hatten wir uns mehrfach im Verfahren geäußert.

Unverständlich ist uns jedoch nach wie vor, warum auch Aktien und Unternehmensanleihen, die keineswegs komplex sind, von § 31 Abs. 3 WpHG erfasst werden. Bei Aktien ist die Struktur durch den Anleger leicht zu verstehen, da Rechte aus Aktien einheitlich im Aktiengesetz niedergelegt sind und nicht in vom Emittenten formulierten, durchaus komplexen Bedingungen. Die konkreten Chancen und Risiken einer einzelnen Aktie lassen sich überdies aus den zahlreichen Anlegerinformationen ablesen, die börsennotierte Unternehmen veröffentlichen müssen (z.B. Jahres- und Halbjahresfinanzberichte, häufig auch Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen), öffentlich zugänglich sind und regelmäßig aktualisiert werden müssen. Wir sehen daher bei Aktien und einfachen Unternehmensanleihen keinen zusätzlichen Nutzen in einem Produktinformationsblatt. Die Kernidee des Produktinformationsblattes ist die einfache Darstellung eines Finanzinstruments, das durch Strukturierung und/oder Gebühren komplexer geworden ist als das einfache Wertpapier, auf dem es beruht.

Die pauschale Einbeziehung aller Finanzinstrumente unabhängig von dem Grad ihrer Komplexität wirft darüber hinaus schwierige praktische Folgefragen auf. So ist bislang ungeklärt, wie die Erstellung eines Kurzinformativblattes technisch erfolgen kann, wenn – wie bei Aktien und Unternehmensanleihen – sowohl allgemeine Informationen über den Emittenten relevant sind als auch Informationen, die nur das beratende Kreditinstitut kennt. Überdies ist noch nicht geklärt, in welchem Detaillierungsgrad z.B. Chancen und Risiken dargestellt werden müssen, um den Anforderungen der WpDVerOV zu genügen. Die Kreditinstitute sind richtigerweise zwar verantwortlich für den Inhalt der Produktinformationsblätter. Es ist aber sehr schwer vorstellbar, dass die notwendigen Informationen für ca. 700 börsennotierte deutsche Aktien ohne eine Rückkoppelung mit dem Emittenten erstellt würden. Hieraus ergeben sich Haftungsfragen und Abstimmungsprozesse, die völlig anders gelagert sind, als in dem Fall, dass das Kreditinstitut gleichzeitig Emittent des Finanzinstrumentes ist (wie etwa bei Zertifikaten) oder der Emittent des Produktes der Gruppe zugehört (wie bei Investmentfonds).

Da die Erstellung und Aktualisierung von Informationsblättern für die Kreditinstitute aufwendig ist, die Aktiendirektanlage aber nur ein vergleichsweise geringes Ertragspotential bietet, wird sich aus Sicht der Bank die Erstellung von Produktinformationsblättern schließlich häufig nicht lohnen. Über grundsätzliche und praktische Erwägungen hinaus werden sich damit aus der Pflicht zur Erstellung von Produktinformationsblättern bei Aktien mindestens drei negative Folgewirkungen ergeben, die die Verbreitung der Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument gefährden werden.

Banken werden *erstens* noch nicht einmal dann in der Lage sein, den Kauf einer Aktie zu empfehlen, wenn die Initiative hierzu grundsätzlich vom Kunden ausgeht. Ein Berater wird sich ohne Produktinformationsblatt kaum trauen, die Meinung des Kunden in einem Beratungsgespräch auch nur zu bestätigen, da dies als Kaufempfehlung gedeutet werden könnte. Selbst ein offenes Gespräch über das Für und Wider könnte kompliziert sein. Die Folge ist, dass Kunden auf eine informierte Rückkoppelung mit einem Berater verzichten müssen, wodurch die Kaufentscheidung im Zweifel auf Basis von weniger Informationen stattfindet als bisher.

Zweitens ist davon auszugehen, dass einzelne Aktien nur noch selten – wenn überhaupt – zum Kauf empfohlen werden, um nicht der Pflicht zur Erstellung von Produktinformationsblättern zu unterliegen. Wenn die Zahl der beratenen Aktien sinkt, werden nicht nur die vorhandenen Depots tendenziell schlechter diversifiziert (und damit riskanter) sein, sondern es werden auch generell noch weniger direkte Investments getätigt als schon jetzt. Gerade kleinere Banken werden sich sehr schwer tun, so dass deren Kunden von der Aktiendirektanlage abgeschnitten werden. Dies geschieht, obwohl die Direktanlage bei ausreichender Depotgröße die kostengünstigste Form der Aktienanlage ist. Damit ist ein zusätzlicher Schaden für die Aktienakzeptanz zu erwarten – und dies obwohl die Zahl der Direktanleger in Aktien bereits jetzt auf einem Tiefststand seit Anfang der 1990er Jahre befindet. Die Aktiendirektanlage wird faktisch durch das Produktinformationsblatt diskriminiert.

Und schließlich werden *drittens* vor allem die kleinen und mittleren börsennotierten Unternehmen die Einschränkung der Beratungstätigkeit zu Einzelaktien zu spüren bekommen, denn hier ist die Kosten-Nutzen-Bilanz der Erstellung eines Produktinformationsblattes aus Bankensicht i.d.R. am schlechtesten. Das Deutsche Aktieninstitut befürchtet, dass bereits bei Aktien des MDAX (also der 50 größten auf die Unternehmen des DAX folgenden Unternehmen) kaum noch Produktinformationsblätter angeboten werden, erst recht aber bei Aktien, die in der dritten und vierten Börsenreihe stehen. Diese rund 600 Unternehmen sind aber besonders auf Privatanleger als Aktionäre angewiesen, weil sie häufig für institutionelle Großinvestoren eine zu kleine Unternehmensgröße aufweisen. Die Folge wird sein, dass die Unternehmen tendenziell größere Schwierigkeiten bei der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes haben werden als börsennotierte Großunternehmen und die Liquidität des Handels sinkt.

Alles in allem sollte daher der Regelungsansatz zu Produktinformationsblättern in § 31 WpHG noch einmal überdacht werden. **Konkret plädieren wir dafür, Aktien sowie ggf. auch einfache Unternehmensanleihen aus dem Anwendungsbereich herauszulösen.** Sonst werden die Produktinformationsblätter unbeabsichtigte Folgen haben, die dem Gesetzeszweck widersprechen würden. Aus unserer Sicht bieten hierfür die laufenden Beratungen zum Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts ei-

nen guten Anlass, zumal die Pflicht nach § 31 WpHG ab Mitte des Jahres greift.

Der Gesetzgeber hat zudem bereits anerkannt, dass es Unterschiede im Komplexitätsgrad von Anlageformen gibt, die eine unterschiedliche Behandlung rechtfertigen. Allerdings zieht er hieraus bislang nur den Schluss, dass die entsprechenden Produktinformationsblätter einen geringeren Umfang von 2 DIN-A4-Seiten dürfen.

Sollte weiter an den Produktinformationsblättern auch für Aktien festgehalten werden, sollte aber auf jeden Fall ein allgemeines, vom Kreditinstitut zu erstellendes Produktinformationsblatt genügen, das über die Anlageklasse „Aktie“ und ihre typischen Chancen (Kurssteigerung, Dividenden) und Risiken (Kursverluste, Kursschwankungen) aufklärt. Dieses könnte in allgemeiner Form auf die vom Emittenten bereits jetzt bereitgestellten zahlreichen Informationen verweisen, die es ermöglichen, die Chancen- und Risikosituation eines spezifischen Unternehmens einzuschätzen.

Bei unserem Plädoyer geht es nicht darum, einen Sondervorteil für ein spezifisches Finanzinstrument zu erlangen, sondern darum, weiteren Schaden für die Direktanlage in Aktien abzuwenden, die im Vergleich zu anderen Anlageformen ohnehin strukturell benachteiligt ist. Auch der Finanzplatz wird an Vielfalt und Attraktivität verlieren, wenn es nicht gelingt, dass der Börsengang für Emittenten aller Größenklassen eine Finanzierungsoption ist.