

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

**Per E-Mail:** [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Der Vorsitzende  
Dr. Volker Wissing  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Zentrale

Wilhelm-Epstein-Straße 14  
60431 Frankfurt am Main

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

presse-information  
@bundesbank.de  
www.bundesbank.de

SWIFT MARK DE FF

Ihr Zeichen

Unser Zeichen  
R0-11

Name, Telefon/Telefax  
Droll / Dr. Hofmann  
069 9566-8762 / -2159

Datum  
30. Juni 2011

## **Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BT-Drs. 17/6051**

Sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

wir bedanken uns für die Möglichkeit, zum o. a. Gesetzentwurf Stellung zu nehmen, und übersenden Ihnen in der Anlage unsere Anmerkungen.

An der Anhörung am 6. Juli werden für die Deutsche Bundesbank Herr Jens Seiler und Herr Thomas Droll teilnehmen.

Mit freundlichen Grüßen  
DEUTSCHE BUNDESBANK

gez. Dr. Heid

gez. Dr. Langner

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

### **1. Allgemeine Einschätzung**

**Wir begrüßen** die Zielsetzung des Regierungsentwurfs, den sog. **Grauen Kapitalmarkt künftig stärker zu regulieren und effektiver als bisher zu beaufsichtigen**. Dadurch werden bestehende Regulierungs- und Aufsichtsdifferenzen zwischen diesem Marktsegment und dem bereits umfangreich regulierten Wertpapierbereich verringert. Wir unterstützen in diesem Sinne insbesondere das dabei verfolgte Ziel, unabhängig vom Vertriebskanal vergleichbare Anlegerschutzbestimmungen für gleichartige Finanzprodukte zu etablieren. Diese Maßnahmen nutzen nicht nur dem einzelnen Anleger, sie können auch grundsätzlich dazu beitragen, das Vertrauen in das Finanzsystem insgesamt zu stärken. Wir bewerten es zudem positiv, dass sich die vorgeschlagenen Maßnahmen von ihrer Regulierungslogik her, zumindest teilweise, in die aktuell auf europäischer Ebene diskutierten Legislativvorschläge einfügen – zu nennen ist hier insbesondere der horizontale Regulierungsansatz der PRIP-Initiative.

**Kritisch sehen wir**, dass der Regierungsentwurf den bestehenden **Aufsichtsdualismus** – auf der einen Seite die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), auf der anderen Seite die Gewerbebehörden – unangetastet lässt. Unserer Ansicht nach birgt diese Konstellation die Gefahr, dass die Einhaltung gleicher Regelungen unterschiedlich beaufsichtigt wird. Dies wiederum könnte dazu führen, dass die gewünschte Anhebung des Anlegerschutzniveaus letztlich nur auf dem Papier erfolgt.

Zusammen mit anderen Gesetzesinitiativen der jüngeren Vergangenheit liegt der Hauptansatz des vorliegenden Regierungsentwurfs aus Gründen des Verbraucherschutzes darin, vor allem die *Anbieter* von Finanzprodukten i. w. S. (z. B. Berater und Vermittler) umfangreichen Beratungs-, Informations- und Dokumentationsvorgaben zu unterwerfen. Dabei wird bereits die Gefahr einer Informationsüberfrachtung des Anlegers - z. B. durch das Nebeneinander von Prospekt und Kurzinformationsblatt - gesehen. Aus diesem Grund sollte eine (weitere) künftige Anhebung des Anlegerschutzniveaus durch entsprechende Maßnahmen auch auf der *Nachfrageseite*, d. h. beim Finanzverbraucher ansetzend, ergänzt werden, z. B. durch

Maßnahmen zur **Verbesserung der finanziellen Allgemeinbildung**. Dies könnte auch dazu beitragen, das Verantwortungsgefühl zumindest eines Großteils der Anleger für eigene Investitionsentscheidungen zu stärken.

Der Regierungsentwurf befasst sich – zu Recht – nicht mit Fragen des sog. „schwarzen“ Kapitalmarkts. Man muss sich jedoch bewusst sein, dass mit illegalen Praktiken verbundene Anlegerschädigungen in diesem Bereich einen erheblichen Umfang haben. Dolose Methoden wie Kaltakquise, Zeitdruck und Schneeballsysteme sowie Betrugsschemata in Form von sogenannten handelbaren Bankgarantien verursachen hohe Schäden. Hier kann daran gedacht werden, durch bessere Schulung der Strafverfolgungsbehörden eine bessere Prävention zu erreichen.

## 2. Neue Vorschriften für sog. Graumarktprodukte

Mit dem Entwurf eines Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG-RegE) werden die wesentlichen Produkte des sog. Grauen Kapitalmarktes neuen Vorgaben unterworfen, die insbesondere die Anlegerinformation, die Prospekthaftung und die Rechnungslegung betreffen. Es ist vorgesehen, dass die BaFin die Aufsicht über das Angebot dieser Produkte übernimmt.

- **Wir begrüßen** die im Zusammenhang mit der Neuformulierung des Gesetzes vorgesehene Anlehnung der dort verorteten **Prospektvorschriften** an diejenigen des Wertpapierprospektgesetzes, insbesondere bei der Billigung des Prospekts durch die BaFin. Eine **Kohärenzprüfung** durch die BaFin ist sachgerechter als die bisherige Überprüfung der bloßen Vollständigkeit der Verkaufsprospekte und dient der Anhebung des Aufsichts- und Anlegerschutzniveaus. Zudem sind die zusätzlichen inhaltlichen **Anforderungen an Verkaufsprospekte**, wie sie in der VermVerkProspV-RegE vorgesehen sind, als **sachgerecht** zu bewerten.
- Mit der Einführung eines neuen **Vermögensanlagen-Informationsblatts** werden im Grundsatz die Informationsstandards des WpHG (Produktinformationsblatt) und des InvG (Wesentliche Anlegerinformation) übernommen, wenngleich die jeweilige Ausgestaltung dieser Kurzinformativblätter („Beipackzettel“) unterschiedlich ausfallen dürfte. Die Einführung einer solchen Kurzinformativblätter für Vermögensanlagen greift die **Forderungen nach einer verständlichen und übersichtlichen Anlegerinformation** auf und kann die Grundlage für besser informierte Anlageentscheidungen bilden; weitergehende inhaltliche Abstimmungen und Vereinheitlichungen können ggf. im Rahmen des aktuellen europäischen Abstimmungsprozesses zur PRIP-Initiative erfolgen.

- Die Regelungen zur **Haftung** in den §§ 20 – 22 VermAnlG-RegE sind u. E. im Wesentlichen sachgerecht. Insbesondere begrüßen wir die Streichung der Sonderverjährungsfrist für fehlerhafte Verkaufsprospekte. Die bislang bestehende kurze Verjährung ist hoch umstritten. Tatsächlich ist kein zwingender Grund für die damit verbundene Privilegierung der Schädiger zu erkennen. Sie stellt keinen Ausgleich für die Privilegierung des Anlegers durch die für ihn günstige Beweislastverteilung dar. Letztere orientiert sich vielmehr an der praktischen Beweislage.

Wir regen jedoch an, die abweichenden Kausalitätserfordernisse bei fehlerhaften Verkaufsprospekten und anderen Informationsgrundlagen zu überdenken. Im Gegensatz zu § 127 Abs. 1 InvG ordnen § 20 VermAnlG-RegE sowie § 23 WpPG-RegE sinnvollerweise eine Beweislastumkehr zulasten des Emittenten an. Dagegen legt der Wortlaut von § 22 VermAnlG-RegE den Schluss nahe, dass eine Beweislastumkehr bei einem unrichtigen Vermögensanlagen-Informationsblatt nicht gewollt ist. Da davon auszugehen ist, dass künftig das Informationsblatt typischerweise die zentrale Grundlage für die Anlageentscheidung sein wird, sollte auch in Bezug auf das Informationsblatt eine Beweislastumkehr vorgesehen werden. Ansonsten bestünde die Gefahr, dass Anbieter von Vermögensanlagen aufgrund der geringeren Haftungsgefahren versucht sein könnten, die Anlage im Informationsblatt zu positiv darzustellen.

Wir regen daher an, § 22 Abs. 1 VermAnlG-RegE folgendermaßen abzuändern:

„Der Erwerber von Vermögensanlagen kann von dem Anbieter die Übernahme der Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis der Vermögensanlagen nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, sofern

1. die in einem Vermögensanlagen-Informationsblatt enthaltenen Angaben irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Stellen des Verkaufsprospekts vereinbar sind und
2. das Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung des Verkaufsprospekts und während der Dauer des öffentlichen Angebots nach § 11, spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlagen im Inland abgeschlossen wurde.“

In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass es an einem Gleichlauf bei der Beweislastverteilung für fehlerhafte Prospekte bislang fehlt. §127 Abs. 1 InvG sieht keine Beweislastverteilung zugunsten des Anlegers vor. Wir regen an, diesen Umstand im Blick zu behalten und beispielsweise im Rahmen der Umsetzung einer zukünftigen PRIP-Richtlinie auf eine Vereinheitlichung hinzuwirken.

Darüber hinaus sehen wir die Regelung in § 21 Abs. 4 VermAnlG-RegE kritisch. Danach soll die Haftung für einen fehlenden Verkaufsprospekt ausgeschlossen sein,

wenn der Anleger die Prospektpflicht kennt und dennoch kauft. Das alleine sollte jedoch nicht zu einer Freizeichnung des Emittenten führen, da dieser Umstand alleine den Schluss nicht trägt, der Erwerber habe auf den Prospekt verzichtet. Vielmehr sollte nur ein solcher Verzicht zu einer Freizeichnung führen.

Wir regen daher an, in § 21 Abs. 4 VermAnlG-RegE den (strengeren) Entlastungsnachweis vorzusehen, dass der Anleger auf die Aushändigung eines Verkaufsprospekts verzichtet hat, dessen Inhalt also ohnehin nicht zur Kenntnis genommen hätte.

### **3. Ausweitung des Finanzinstrumente-Begriffs**

Mit der **Einbeziehung von Vermögensanlagen** i. S. d. neuen Vermögensanlagengesetzes **in den Kanon der Finanzinstrumente** werden aus unserer Sicht berechtigterweise an den durch regulierte Finanzinstitute erfolgenden Vertrieb von Anlageprodukten des Grauen Kapitalmarktes die gleichen Maßstäbe angelegt wie an den Vertrieb „herkömmlicher“ Finanzinstrumente (z. B. Wertpapiere). Durch Anwendung der Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten des sechsten Abschnittes des WpHG und deren Beaufsichtigung durch die BaFin wird künftig das Anlegerschutzniveau beim Vertrieb von Vermögensanlagen i. S. d. VermAnlG-RegE erhöht. Zudem dürfte für die betroffenen, d. h. auch Vermögensanlagen vertreibenden, Institute die Einhaltung nunmehr einheitlicher Vertriebsstandards für die gesamte angebotene Produktpalette eine Vereinfachung darstellen. Legt man darüber hinaus die Selbsteinschätzung der Institute als Messlatte an, wonach bereits jetzt hohe Standards in der Vertriebspraxis eingehalten werden, so dürfte die mit der Ausweitung des gesetzlichen Finanzinstrumente-Begriffs einhergehende Erhöhung der regulatorischen Vertriebsstandards diese Praxis nur nachvollziehen.

Wenn der Begriff der Finanzinstrumente gem. § 1 Abs. 11 KWG wie vorgesehen erweitert wird, regen wir an zu prüfen, ob im Gegenzug der § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 (Anlageverwaltung) gestrichen werden kann, da hier eine nicht unerhebliche Überschneidung vorliegt und die aufsichtliche Handhabung dieser Regelung sich schwierig gestaltet.

Schließlich weisen wir darauf hin, dass durch die Erweiterung des Finanzinstrumente-Begriffs in § 1 Abs. 11 KWG künftig Tätigkeiten von Unternehmen Finanzdienstleistungen - z. B. Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel und Eigengeschäft - werden, damit die Unternehmen zu Finanzdienstleistungsinstituten werden und hierdurch überwachungspflichtig nach dem KWG sind. Durch die Umsetzung des Gesetzentwurfs würde daher im Bereich der Aufsicht durch BaFin und Bundesbank ein personeller Mehrbedarf entstehen.

#### 4. Anhebung des Anforderungsniveaus für Finanzanlagenberater und –vermittler

Die geplanten **Anpassungen der Gewerbeordnung** sind **zu begrüßen**. Durch die im Regierungsentwurf vorgesehenen Maßnahmen (Nachweis einer Berufshaftpflichtversicherung, Sachkundenachweis, Vertriebsvorschriften, Register bei den Industrie- und Handelskammern) wird z. B. für Vermittler von offenen und geschlossenen Fonds, die weiterhin nicht der KWG- bzw. WpHG-Regulierung unterliegen, ein verschärftes Regulierungs- und Aufsichtsregime innerhalb der Gewerbeordnung geschaffen.

**Bedenken** bestehen lediglich **hinsichtlich zweier konkreter Formulierungen bzw. Regelungstechniken im Regierungsentwurf**:

- Durch die sehr enge Definition des Begriffs „Finanzanlagenvermittler“ in § 34f Abs. 1 Satz 1 GewO, der eine Anlageberatung und eine Abschlussvermittlung voraussetzt, besteht die Gefahr, dass Vermittler sich durch eine geschickte (tatsächliche bzw. rechtliche) Gestaltung der neu eingeführten Erlaubnispflicht entziehen könnten. Um dies zu verhindern, sollte das Wort „und“ durch das Wort „oder“ ersetzt werden, so dass beispielsweise auch eine reine Abschlussvermittlung erlaubnispflichtig wäre.
- Darüber hinaus sehen wir die Regelungstechnik in § 34g GewO-RegE kritisch. Danach soll das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie ermächtigt werden, eine Rechtsverordnung zu erlassen, in der die Verpflichtungen des Gewerbetreibenden im Einzelnen geregelt werden. Der Gesetzentwurf bestimmt dabei die Ziele dieser Verordnung und ordnet an, dass ein dem Abschnitt 6 des WpHG vergleichbares Anlegerschutzniveau hergestellt werden soll. Unseres Erachtens bestehen jedoch Zweifel, dass die Einführung solch zentraler Anforderungen an die Vermittler im Wege einer Rechtsverordnung den Voraussetzungen des Wesentlichkeitsgrundsatzes genügen würde. Um diese rechtlichen Zweifel zu vermeiden, regen wir an, die entsprechenden Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten gesetzlich – z.B. durch eine Übernahme der entsprechenden WpHG-Vorschriften in die GewO oder durch Verweise in der GewO auf Regelungen im WpHG – zu regeln.

Während durch die Anpassung der Gewerbeordnung die wesentlichen Regulierungsdifferenzen zwischen dem bereits bisher umfangreich geregelten Wertpapierbereich und dem sog. Grauen Kapitalmarkt angemessen adressiert werden, bleiben die unterschiedlichen Aufsichtsstrukturen und -kompetenzen (z. B. Eingriffsrechte der jeweiligen Behörde) in diesen Regelungsbereichen unangetastet und bestehen weiter fort. Wir weisen darauf hin, dass die-

se Konstellation, d. h. der **Aufsichtsdualismus** von BaFin und zuständigen Gewerbebehörden, das bereits bestehende **Risiko unterschiedlicher Aufsichtsniveaus** verstetigen könnte. Es besteht damit die Gefahr, dass die gewünschte Anhebung des Anlegerschutzniveaus, zumindest zu einem Teil, lediglich auf dem Papier erfolgt. Um zu verhindern, dass dadurch das Ziel des Gesetzes, das Vertrauen der Anleger in das Finanzsystem zu stärken bzw. zurück zu gewinnen, konterkariert wird, erscheint es zweckmäßig, eine einheitliche Aufsicht durch die BaFin vorzusehen. Sollte diese Anregung nicht aufgegriffen werden, so sollte zumindest ein intensiver Informationsaustausch zwischen den jeweiligen Aufsichtsstellen sichergestellt werden, um eine möglichst weitgehende Konvergenz des Aufsichtsniveaus zu ermöglichen.

## **5. Vereinfachungen im Prospektrecht**

**Wir begrüßen die Veränderungen im Prospektrecht**, die aus der Aufhebung des Verkaufsprospektgesetzes und der Streichung der §§ 44 ff. BörsG resultieren. Damit fungiert das Wertpapierprospektgesetz künftig als zentrale Vorschrift für alle prospektrechtlichen Regelungen, insbesondere auch bei Fragen der Prospekthaftung.