

Rolf Sethe^{*)}

Verbesserung des Anlegerschutzes? Eine kritische Würdigung des Diskussionsentwurfes für ein Anlegerstärkungs- und Funktionsverbesserungsgesetz

Der Verfasser untersucht, ob die geplante aufsichtsrechtliche Erfassung des Vertriebs von Produkten des grauen Kapitalmarkts im Grundsatz und in der konkreten Ausgestaltung sinnvoll ist. Weiterhin beleuchtet er kritisch die vorgesehene Verschärfung der Anforderungen an Prospekte für Produkte des grauen Kapitalmarkts und die geplanten Maßnahmen zur Sicherstellung einer anlegergerechten Anlageberatung.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Aufsichtsrechtliche Erfassung des Vertriebs von Produkten des grauen Kapitalmarkts
 1. Versuche einer effektiven Regulierung des grauen Kapitalmarkts
 2. Die Konzeption des Diskussionsentwurfes
 - 2.1 Vorweggenommene Umsetzung der AIFM-Richtlinie?
 - 2.2 Umsetzung der MiFID?
 - 2.3 Auswirkungen auf den Vertrieb von geschlossenen Fonds
 - 2.4 Auswirkungen auf Emittenten geschlossener Fonds
 - 2.5 Ausnahmetatbestände
 3. Kritik
 - 3.1 Notwendigkeit der Regulierung
 - 3.2 Art der Regulierung
 - 3.2.1 Einordnung als Finanzinstrumente
 - 3.2.2 Haftungsdach
 - 3.2.3 Wettbewerbliche Gesichtspunkte
 - 3.2.4 Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz
 - 3.3 Zeitpunkt der Regulierung
 4. Begrifflichkeiten
- III. Prospekte für Produkte des grauen Kapitalmarkts
 1. Prospektinhalt
 - 1.1 Verdeutlichung des Risikos
 - 1.2 Gewandeltes Bild von den Fähigkeiten eines durchschnittlichen Anlegers
 - 1.3 Angaben zur Prüfung des Prospekts
 - 1.4 Wichtige finanzielle Angaben
 - 1.5 Verschärfte Angaben über die Gesellschafter, Initiatoren, Prospektverantwortlichen und Treuhänder
 - 1.6 Doppelstockkonstruktionen
 - 1.7 Transparenz hinsichtlich Verflechtungen
 - 1.8 Transparenz hinsichtlich des eigentlichen Anlageobjekts
 - 1.9 Ausweitung der finanziellen Transparenz
 2. Verschärfung der Prospektprüfung
 3. Abschaffung der Sonderverjährung für Prospekthaftungsansprüche
- IV. Sicherstellung einer anlegergerechten Beratung
 1. Informationsblatt
 2. Transparenz hinsichtlich eines eingeschränkten Angebots
 3. Vorgaben für Anlageberater, Vertriebs- und Compliance-Beauftragte
 - 3.1 Das Verbot der Empfehlung ungeeigneter Anlagen
 - 3.2 Registrierungs- und Sanktionsregime für Anlageberatung und Vertriebsvorgaben

^{*)} Dr. iur., LL. M. (London), Rechtsanwalt, Universitätsprofessor an der Universität Zürich.

- 3.3 Sanktionen
- 3.4 Organisatorische Vorgaben
- 3.5 Prüfung der Meldepflichten und Verhaltensregeln
- 3.6 Kritik
- 4. Verbesserung der Compliance
- 5. Schaffung neuer Ordnungswidrigkeitstatbestände im WpHG

V. Fazit

I. Einleitung

Die Fortentwicklung des Bank- und Kapitalmarktrechts war und ist ganz überwiegend skandalgetrieben.¹⁾ Die Politik nimmt öffentlichkeitswirksame Ereignisse zum Anlass, Lücken im Anleger- und/oder Funktionenschutz zu schließen. Die jetzige Krise, die von vielen in ihrer Dimension als der Weltwirtschaftskrise gleichwertig angesehen wird, löste international einen wahren Regulierungsschub aus, um das Währungs- und Finanzsystem zu stabilisieren.²⁾ Der deutsche Gesetzgeber reagiert auf die Finanzkrise mit einer Vielzahl neuer Gesetze³⁾ in dem Glauben, dass ein Mehr an Regulierung auch ein Mehr an Schutz bedeute.⁴⁾ Zu nennen sind etwa das Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung,⁵⁾ der Entwurf eines Gesetzes über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten und Versicherungsunternehmen,⁶⁾ der Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie⁷⁾ sowie das Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus.⁸⁾

Im Zuge des gerade vorherrschenden Regulierungsdrangs greift der Gesetzgeber nun auch die Themen Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit der Märkte auf. Am 3. 5. 2010 legte das Bundesfinanzministerium den Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vor.⁹⁾ Der Entwurf umfasst vier Regelungskomplexe, nämlich (1) die Verbesserung des Anlegerschutzes, (2) die Regelung von Leerverkäufen, (3) die Verbesserung der Beteiligungspublizität, um ein „Anschleichen“ an Unternehmen zu verhindern, und (4) die Verbesserung der Rahmenbedingungen für offene Immobilien-Sondervermögen.

Parallel dazu brachten die Fraktionen von CDU/CSU und FDP den Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte auf den Weg,¹⁰⁾ der sich auf das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und die Erhöhung der Transparenz bei Leerverkäufen konzentrierte und nahezu deckungsgleich mit den entsprechenden Teilen des Diskussionsentwurfs des Bundesfinanzministeriums war. Der parallele Entwurf wurde in Windeseile verabschiedet,¹¹⁾ um der bisherigen Praxis der BaFin, die Leerverkäufe bereits verboten hatte,¹²⁾ eine offenbar tragfähigere Rechtsgrundlage zu verschaffen. Das Gesetz wurde am 21. 7. 2010 verkündet¹³⁾ und trat am 27. 7. 2010 in Kraft. Damit dürfte der Diskussionsentwurf des Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ohne diesen Teil weiterverfolgt werden. Der Diskussionsentwurf ge-

nießt in weiten Teilen offenbar die Zustimmung der SPD,¹⁴⁾ ist aber innerhalb des Kabinetts sehr umstritten. Presseberichten zufolge will Bundeswirtschaftsminister *Brüderle* (FDP) auf Drängen von betroffenen Verbänden den von Bundesfinanzminister *Schäuble* (CDU) vorgelegten Diskussionsentwurf abschwächen; der graue Kapitalmarkt soll nicht der Aufsicht der BaFin, sondern der deutlich schwächeren Gewerbeaufsicht unterstellt werden.¹⁵⁾ Voraussichtlich im dritten Quartal wird die Bundesregierung einen Regierungsentwurf vorlegen.¹⁶⁾

Nachfolgend wird der Aspekt der Verbesserung des Anlegerschutzes kritisch gewürdigt.¹⁷⁾ Der Schwerpunkt der Überlegungen ruht auf den Vorgaben für den grauen Kapitalmarkt (II und III). Einige Vorgaben des Diskussionsentwurfs betreffen aber auch die Anlageberatung im Allgemeinen (IV). Der Diskussionsentwurf enthält eine Reihe grundlegender Neuerungen und ändert zahlreiche Details vorhandener Vorschriften. Angesichts ihres Umfangs sollen im Folgenden rein redaktionelle Anpassungen und Änderungen, mit denen lediglich die Praxis der BaFin im Gesetz nachvollzogen wird, außer Betracht bleiben.

II. Aufsichtsrechtliche Erfassung des Vertriebs von Produkten des grauen Kapitalmarkts

1. Versuche einer effektiven Regulierung des grauen Kapitalmarkts

Der Diskussionsentwurf sieht vor, dass künftig die Beratung und der Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts, wie

1) Ein Überblick über diese Entwicklung findet sich bei *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 208 ff.

2) Vgl. dazu etwa *Kämmerer/Veil*, Mastering the Financial Crisis: National Approaches in Europe (im Erscheinen).

3) Siehe auch die umfassende Übersicht http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_54/DE/Buergerinnen_und_Buerger/Gesellschaft_und_Zukunft/finanzkrise/20100730-Finanzmarktregulierung.html?nnn=true (alle Internetzitate in diesem Beitrag wurden am 1. 8. 2010 abgerufen).

4) Dass dies irgendwann in sein Gegenteil umschlägt, belegt eindrucksvoll *Schröder*, ZBB 2010, 280 ff. (in diesem Heft).

5) Ausführungsgesetz zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. 9. 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung) v. 14. 6. 2010, BGBl. I, 786.

6) RegE v. 12. 2. 2010, BR-Drucks. 74/10.

7) RegE v. 26. 3. 2010, BR-Drucks. 155/10.

8) Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus v. 22. 5. 2010, BGBl. I, 627.

9) www.bundesfinanzministerium.de; Teilabdruck des DiskE in ZBB 2010, 327 ff. (in diesem Heft).

10) Gesetzentwurf der Regierungsfractionen v. 8. 6. 2010, BT-Drucks. 17/1952.

11) Gesetzesbeschluss des Bundestags v. 2. 7. 2010, BR-Drucks. 397/10. Der Bundesrat verzichtete auf das Recht, einen Antrag gemäß Art. 77 Abs. 2 GG zu stellen, vgl. BR-Drucks. 397/10 (Beschluss), so dass der Entwurf damit angenommen war.

12) Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien v. 18. 5. 2010. Zum Thema Leerverkäufe *Mittermeier*, ZBB 2010, 139 ff.; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419 ff.; *Wittinghofer/Rothmund*, NJW 2010, NJW-aktuell Nr. 23, 16; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485 ff.

13) Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte v. 21. 7. 2010, BGBl. I, 945.

14) Vgl. das geforderte Gesamtkonzept zur Stärkung des Verbraucherschutzes bei Finanzdienstleistungen v. 16. 6. 2010, BT-Drucks. 17/2136.

15) Spiegel-Online v. 31. 7. 2010, „Schäuble und Brüderle streiten um Anlegerschutz“, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,709517,00.html>.

16) So das Bundesfinanzministerium (Fußn. 3).

17) Zu den Aspekten Leerverkäufe und Anschleichen siehe *Brouwer*, AG 2010, 404 ff.; *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 – jeweils m. w. N.

Beteiligungen an Publikums-Personengesellschaften, Treuhandvermögen und Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds, unter die prudentielle Aufsicht nach dem KWG und die Verhaltensaufsicht nach dem WpHG fallen. Produkte des grauen Kapitalmarkts waren über lange Zeit unreguliert.¹⁸⁾ Um den ihnen innewohnenden Gefahren¹⁹⁾ vorzubeugen, brachte die Bundesregierung 1977 den Entwurf eines Vermögensanlagegesetzes ein.²⁰⁾ Vorgesehen waren ein an den Vertrieb von Vermögensanlagen geknüpfter Prospektzwang und eine Pflicht zur laufenden Publizität. Erfasst werden sollten alle Personen, die Anteile an einem Unternehmen im Wege des öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise vertrieben. Gleiches galt für den Vertrieb von Anteilen an einem Vermögen, das ein Unternehmen treuhänderisch für fremde Rechnung verwaltete. Der Entwurf konnte sich politisch nicht durchsetzen und wurde daher nie verabschiedet. Angesichts hoher Schadenssummen²¹⁾ durch unseriöse Anbieter wurde in der Folgezeit immer wieder der Ruf nach einer Regulierung laut,²²⁾ verhallte aber weitgehend ungehört.²³⁾ Zwar wurde der Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB²⁴⁾) eingeführt, der Täuschungen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren und Anteilen erfasst. Auch schuf der Gesetzgeber mit § 34c GewO eine Vorschrift, die die Tätigkeit bestimmter Finanzintermediäre des grauen Kapitalmarkts von einer gewerberechtlichen Erlaubnis abhängig macht. Ergänzt wurde und wird diese Regelung durch die Makler- und BauträgerVO, die inhaltliche Standards für diese Tätigkeiten vorgibt. Ein wirksamer Schutz war damit aber nicht erreicht, da unseriösen Anbietern in der Praxis mit diesen Mitteln kaum beizukommen war. Eine teilweise Schließung dieser Lücke gelang der Rechtsprechung, die ein Sonderrecht für Publikums-Personengesellschaften schuf und die Beraterhaftung ausbaute.²⁵⁾

Erst im Jahre 2004 entschloss sich der Gesetzgeber mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG),²⁶⁾ die Missstände auf dem grauen Kapitalmarkt wirksamer zu bekämpfen und führte eine Prospektspflicht für dessen Produkte ein (§§ 8f ff. VerkProspG). Diese Maßnahme war halbherzig, denn sie beseitigte nur die Transparenzmängel, nicht aber auch die bekannten Defizite beim Vertrieb solcher Produkte. Der beste Prospekt ist nichts wert, wenn in Finanzdingen unerfahrene Anleger von gut geschulten, aber nicht immer fachlich kompetenten Vertriebsprofis zu Anlagen überredet werden, die weder zu ihren finanziellen Verhältnissen noch zu ihren Anlagezielen oder ihrem Risikoprofil passen. Die für die Vermittler geltenden Vorgaben der Gewerbeordnung allein waren nicht ausreichend, um einen adäquaten Anlegerschutz zu gewährleisten. Die polizeiliche Kriminalstatistik 2009 weist 16.438 Fälle von Anlagebetrug auf, was einer Zunahme von 233,5 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Straftaten im Anlage- und Finanzierungsbereich nahmen um 175,7 % auf 19.792 Fälle zu.²⁷⁾ In dieser Statistik sind im Übrigen all diejenigen Fälle nicht enthalten, in denen der Verlust des Anlegers nicht auf einer Straftat, sondern auf einem lediglich unsorgfältigen Umgang mit dem Anlegervermögen beruht.

Der Gesetzgeber sieht sich nun durch die Finanzkrise zur aufsichtsrechtlichen Erfassung des grauen Kapitalmarkts ver-

anlasst.²⁸⁾ Dies ist irreführend, denn es waren gerade nicht die Produkte des grauen Kapitalmarkts, die zur Finanzkrise geführt oder diese verschlimmert haben.²⁹⁾ Das Reformvorhaben ist in der Sache sinnvoll. Allerdings sollte der Gesetzgeber in seinen einleitenden Bemerkungen ehrlicherweise zugeben, dass die Finanzkrise nur die *Gelegenheit* für die längst überfällige Schließung einer Lücke im Anlegerschutz ist.

2. Die Konzeption des Diskussionsentwurfs

2.1 Vorweggenommene Umsetzung der AIFM-Richtlinie?

Indem der Gesetzgeber nun die Definition der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG und § 2 Abs. 2b WpHG um solche Produkte erweitert,³⁰⁾ die in § 8f VerkProspG erfasst sind, dehnt er den Anwendungsbereich des KWG und des WpHG auf die Beratung und den Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts aus. Er begründet dies mit dem Hinweis auf den notwendigen Anlegerschutz und die anstehende Richtlinie zu Managern alternativer Investmentfonds (AIFM),³¹⁾ die eine solche Regelung ohnehin nötig mache.³²⁾ Dies ist im Ergebnis zutreffend, bedarf aber zweier Ergänzungen. (1) Die geplante Richtlinie regelt „die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM)“ (vgl. Art. 1 des Richtlinienentwurfs). Sie zielt auf Fonds, die professionellen Anlegern angeboten werden und die eine entsprechende Größe aufweisen. Ausgenommen werden deshalb Alternative Investment Fonds (AIF), deren Vermögen 100 Mio. € nicht übersteigt bzw. weniger als 500 Mio. € beträgt, falls ausschließlich AIF verwaltet werden, die nicht hebelfinanziert sind und deren Anleger in den ersten

18) Zu Begriff und Entstehung dieses Marktsegments etwa Hagemann, „Grauer Kapitalmarkt“ und Strafrecht, 2005.

19) Dazu etwa Bremer, ZGR 1973, 410 ff.; Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich, ZHR 138 (1974), 1 ff.; Schwarck, ZRP 1973, 7 ff. sowie die Nachweise bei Assmann, Prospekthaftung, 1985, S. 77.

20) RegE, BT-Drucks. 8/1405, inhaltsgleich mit BR-Drucks. 407/77; dazu etwa Assmann (Fußn. 19), S. 77 f.; Baur, Der langfristige Kredit, 1978, 309 ff.; Biener, WPg 1978, 257 ff.; Faßbender, DB 1978, 1869 ff.; Uwe H. Schneider, ZHR 142 (1978), 228 ff.; Steder, AG 1978, 173 ff.; Ulmer/Dopfer, BB 1978, 461 ff.

21) Die Schätzungen schwanken zwischen 1,5 Mrd. € und 30 Mrd. € pro Jahr, vgl. Sethe (Fußn. 1), S. 111 m. w. N. sowie Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drucks 14/1633; FAZ Nr. 189 v. 16. 8. 2002, S. 19 („Betrug mit Kapitalanlagen auf dem Vormarsch“).

22) Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch Kapitalanlagerecht, 3. Aufl., 2007, § 1 Rz. 27 sowie die Nachweise im Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drucks 14/1633, die im Übrigen eine Regulierung als nicht notwendig ansah.

23) Zur – im Ergebnis zu verneinenden – Frage einer Staatshaftung wegen der Nichtregulierung des grauen Kapitalmarkts trotz erkennbar hoher Schadenssummen, Sethe (Fußn. 1), S. 932 f., 980, 993.

24) Eingefügt durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität v. 15. 5. 1986, BGBl. I, 721.

25) Statt vieler Hopt, WM 2009, 1873, 1876 ff.

26) Art. 2 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes v. 28. 10. 2004, BGBl. I, 2630.

27) Polizeiliche Kriminalstatistik 2009, S. 6 f., 9, <http://www.bka.de/pks>.

28) S. 1 DiskE.

29) Hierauf weist auch der AfW – Bundesverband Finanzdienstleistung e. V., Stellungnahme, S. 2, <http://www.afw-verband.de>, hin.

30) Art. 1 Nr. 2 und Art. 2 Nr. 2 DiskE.

31) Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG v. 30. 4. 2009, KOM(2009) 207 endgültig; dazu Klebeck, DStR 2009, 2154 ff.; Nietsch/Graef, ZBB 2010, 12 ff.

32) Begr. DiskE, S. 49.

fünf Jahren nach Konstituierung keine Kündigungsrechte ausüben können (Art. 2 Abs. 2 lit. a) des Richtlinienentwurfs). Von einer solchen Einschränkung ist im deutschen Entwurf keine Rede. (2) Sofern die Mitgliedstaaten auch den Vertrieb von AIF an Kleinanleger gestatten, dürfen sie im Vergleich zur Richtlinie strengere Regeln erlassen und sollen sicherstellen, dass angemessene Vorkehrungen i. S. v. Art. 19 Abs. 4 und 5 der MiFID³³⁾ getroffen werden (Informationspflicht und Erkundigungspflicht bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung). Offenbar bezieht sich die Begründung des Diskussionsentwurfs auf diesen Passus, der im Erwägungsgrund Nr. 9 und in Art. 32 der geplanten Richtlinie enthalten ist.

2.2 Umsetzung der MiFID?

Der weitere Hinweis, die Regelung diene der Umsetzung der MiFID,³⁴⁾ überzeugt nicht, hat doch die Bundesregierung im Zuge der Umsetzung der MiFID noch festgestellt, dass die Produkte des grauen Kapitalmarkts gerade keine Finanzinstrumente im Sinne der MiFID seien.³⁵⁾ Zutreffend wird an anderer Stelle³⁶⁾ darauf hingewiesen, dass mit dieser Änderung das Regelungsgefälle zwischen organisiertem und grauem Kapitalmarkt entfalle. Wenn man risikoarme Schuldverschreibungen vertreibe, sei man bereits aufsichtsrechtlich erfasst, während der Vertrieb von geschlossenen Fonds mit sehr hohen Einstandssummen und sehr langer Laufzeit ohne funktionierenden Sekundärmarkt bislang nicht geregelt sei.

2.3 Auswirkungen auf den Vertrieb von geschlossenen Fonds

Die aufsichtsrechtliche Erfassung des grauen Kapitalmarkts hat zwei Auswirkungen: Zum einen bedürfen Anlageberater und Vermögensverwalter, die sich auf Produkte des grauen Kapitalmarkts spezialisiert haben, künftig der Zulassung nach §§ 32 Abs. 1, 1 Abs. 1a KWG. Zum anderen sind die anleger-schützenden Vorgaben des WpHG (insbesondere anlegergerechte Beratung, Führen eines Beratungsprotokolls, Offenlegung von Zuwendungen) nun auch beim Vertrieb von geschlossenen Fonds anzuwenden. Bei diesen Fonds handelt es sich oft um komplexe Produkte mit einer langen Laufzeit und nur begrenzter Fungibilität. Aufgrund des damit bestehenden erhöhten Risikos für Anleger sieht der Gesetzgeber nun zutreffend vor, dass im Beratungsgespräch die Geeignetheit solcher Produkte für die einzelnen Anleger genau und von einer fachkundigen Person geprüft werden muss, indem über die Erweiterung des Anwendungsbereichs des WpHG auch dessen § 31 Abs. 4 auf die Anlageberatung in geschlossenen Fonds Anwendung findet.

2.4 Auswirkungen auf Emittenten geschlossener Fonds

Aufsichtsrechtlich nicht erfasst werden dagegen die Emittenten und Initiatoren der Produkte des grauen Kapitalmarkts, da die reine Emission von Finanzinstrumenten keinen der Tatbestände von § 1 Abs. 1 und 1a KWG erfüllt. Der Gesetzgeber hatte schon bisher die Emission gesellschaftsrechtlicher Beteiligungen nicht als aufsichtsrechtlich relevanten Vorgang einge-

ordnet (z. B. Kapitalerhöhungen bei einer AG) und hält an dieser Auffassung auch im Hinblick auf die Anteile an Personengesellschaften und Treuhandvermögen fest. Diese Auffassung bedarf allerdings einer Überprüfung, wenn die anstehende Richtlinie zu Managern alternativer Investmentfonds umzusetzen ist (vgl. Art. 11 ff. des Richtlinienvorschlags³⁷⁾). Um bereits jetzt den Anlegerschutz in diesem Bereich zu erhöhen, plant der Gesetzgeber die Verschärfung der Angaben, die der Emissionsprospekt über die Gründer oder Gesellschafter zum Zeitpunkt der Prospekterstellung enthalten muss (dazu unten III 1.5).

2.5 Ausnahmetatbestände

Wegen der geplanten Ausweitung des Begriffs der Finanzinstrumente um die Produkte des grauen Kapitalmarkts bedarf es auch einer entsprechenden Ausweitung der Ausnahmetatbestände. Vorgesehen ist die Einführung einer Nr. 10 in § 2 Abs. 1 KWG, die das ausschließliche Erbringen von Finanzkommissionsgeschäften und Emissionsgeschäften für Anbieter von Produkten des grauen Kapitalmarkts ausnimmt.³⁸⁾ Auch das alleinige Erbringen der Anlageverwaltung oder der Finanzportfolioverwaltung für Anbieter von Produkten des grauen Kapitalmarkts ist ausgeklammert (§ 2 Abs. 6 Nr. 19 KWG-E).³⁹⁾ Ergänzt wird die Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente durch eine Übergangsvorschrift für Altfälle (§ 64m KWG-E)⁴⁰⁾ und die redaktionelle Anpassung der Gewerbeordnung.⁴¹⁾

3. Kritik

3.1 Notwendigkeit der Regulierung

Die Einführung eines Aufsichtsrechts für den Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts ist im Grundsatz zu begrüßen.⁴²⁾ Sie ist seit langem überfällig, da die Erfahrung der letzten Jahrzehnte gezeigt hat, dass die zahlreichen unseriösen Anbieter anders nicht vom Markt fern gehalten werden können. Dies anerkennt auch der Verband Geschlossene Fonds e. V. in seiner Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf.⁴³⁾

33) Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 v. 30. 4. 2004, S. 1. Dazu etwa *Balzer*, ZBB 2003, 177 ff.; *Sethe* (Fußn. 1), S. 477 ff.

34) *Begr. DiskE*, S. 49.

35) *RegE FRUG*, BR-Drucks. 833/06, S. 121 f. Einzelheiten und Nachweise bei *Lehmann*, Finanzinstrumente, 2009, S. 312 f., 332; *Sester*, ZBB 2008, 369 ff.; *Thieme*, Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, 2008, S. 343 ff.; *Voß*, BKR 2007, 45 ff.

36) *Begr. DiskE*, S. 38.

37) S. o. Fußn. 31.

38) Art. 2 Nr. 3 lit. a) *DiskE*.

39) Art. 2 Nr. 3 lit. b) *DiskE*.

40) Art. 2 Nr. 4 *DiskE*.

41) Art. 3 *DiskE*.

42) Ebenso die Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbandes e. V. v. 28. 5. 2010, www.vzbv.de.

43) Verband Geschlossene Fonds e. V., Stellungnahme zum Diskussionsentwurf für ein „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“ v. 28. 5. 2010, S. 3 ff., <http://www.vgf-online.de>.

Er schlägt allerdings eine andere Vorgehensweise vor. Die Einordnung von Anteilen geschlossener Fonds als Finanzinstrumente sei rechtssystematisch verfehlt. Zudem seien die dadurch ausgelösten aufsichtsrechtlichen Folgen, insbesondere die Folgepflichten aus dem WpHG, zu weitreichend. Stattdessen favorisiert er die Schaffung eines spezialgesetzlichen „Vermögensanlagengesetzes“. Gegen ein solches Gesetz spricht entscheidend der Umstand, dass dadurch das deutsche Kapitalmarktrecht weiter zersplittert würde. Der Rechtszustand ist ohnehin beklagenswert unübersichtlich und wird zunehmend komplexer.⁴⁴⁾ Sinnvoll wäre daher ein eigenständiger Abschnitt innerhalb des WpHG.

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass nicht jede Regulierung von Vorteil sein muss oder eine Garantie für einen besseren Anlegerschutz ist. Bedenkt man, dass es gerade die regulierte Industrie war, die die Finanzkrise ausgelöst hat, indem sie u. a. durch Ausnutzung gesetzlicher Lücken Risiken an formal eigenständige Zweckgesellschaften auslagerte, um die Regeln über die Unterlegung von Risiken mit Eigenkapital zu umgehen, muss man sich hüten, blind in aufsichtsrechtliche Regeln zu vertrauen.⁴⁵⁾ Es ist allzu verständlich, dass der Gesetzgeber mit den Anbietern auf dem grauen Kapitalmarkt die Geduld verliert und nun „die große Keule“ auspackt. Allerdings sollte man sich auch bei einer Regulierung des grauen Marktes nicht in allzu großer Sicherheit wiegen, denn allein durch die aufsichtsrechtliche Erfassung wird die Beratung der Anleger noch nicht besser. Dies belegt eindrucksvoll eine soeben erschienene Untersuchung der Stiftung Warentest, die 21 zugelassene Banken auf die Qualität ihrer Anlageberatung hin untersucht hat und – peinlicherweise nicht zum ersten Mal⁴⁶⁾ – ein vernichtendes Zeugnis ausstellt.⁴⁷⁾ Die gesetzlichen Vorgaben wurden nicht eingehalten. In 126 von 146 Beratungsgesprächen ging es auch um eine Beratung in Finanzinstrumenten, so dass gem. § 34 Abs. 2a WpHG ein Beratungsprotokoll auszuhändigen gewesen wäre.⁴⁸⁾ In weniger als der Hälfte der Fälle kamen die Banken der Pflicht nach (nur in 61 Fällen). Bemängelt wurde weiterhin, dass die Erkundigungspflicht nach § 31 Abs. 4 WpHG sehr oft missachtet oder verletzt wurde. Dies offenbart ein grundsätzliches Problem der deutschen Aufsicht. Solange man sich darauf beschränkt, die Einhaltung der Verhaltenspflichten gegenüber Kunden nur indirekt über den Wirtschaftsprüfer unter die Lupe zu nehmen, der seine Erkenntnisse zur Einhaltung der §§ 31 ff. WpHG überwiegend aus der vom Institut (!) angefertigten Dokumentation des Kundenkontakts bezieht, erfährt die BaFin nur in beschränktem Umfang, wie die Wirklichkeit am Bankschalter aussieht. So hat sie beispielsweise im Wege der Durchsicht der Beratungsprotokolle erkannt, dass diese nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprechen.⁴⁹⁾ Erkenntnisse über die Qualität der Beratung im Kundengespräch lassen sich daraus aber nicht ableiten. Nur wenn man eine gesetzliche Grundlage dafür schafft, dass Testkundengespräche durchgeführt und aufgezeichnet werden dürfen und die BaFin die Befugnis zu deren Verwertung bekommt, wird sie auch direkte Erkenntnisquellen über das Beratungsgespräch selbst erhalten. Einen Gesetzgeber, der Geschwindigkeitsregeln im Straßenverkehr aufstellt und sich anschließend auf von den Fahrern selbst auszufüllenden Fra-

gebögen nach der Einhaltung der Regeln erkundigt, nähme niemand mehr ernst. Im Bank- und Kapitalmarktrecht erregt eine solche gesetzliche Vorgabe dagegen keinerlei Stirnrunzeln. Dort gilt immer noch das Prinzip, dass die BaFin die Geschäftsleitung kontrolliert, die ihrerseits die Mitarbeiter überwacht. Eine stichprobenartige Kontrolle auf Mitarbeiterbene findet faktisch nur bei Beschwerden geschädigter Anleger statt, wenn die BaFin das Institut um Aufklärung eines Vorgangs ersucht. Verwundert ist man als Außenstehender auch über Folgendes: Obwohl ein guter Ruf in ihrem Interesse läge und die Banken eigentlich ein ureigenes Anliegen an einer Qualitätsüberprüfung haben müssten, scheuen sie sich, für einen solchen Ausbau der Kompetenzen der BaFin einzutreten, nehmen die Qualitätsverbesserung aber auch nicht selbst in die Hand (z. B. über den jeweiligen Bankenverband). Vor diesem Hintergrund ist der Einwand der Fondsindustrie, man wolle nicht unter das WpHG fallen, verständlich. Gleichwohl überzeugt er nicht. Die Lösung muss darin bestehen, das WpHG zu verbessern und eine Kontrolle der Verhaltenspflichten gegenüber dem Kunden einzuführen, die den Namen auch verdient.⁵⁰⁾ Die im Kundengespräch zum Ausdruck kommende Sachkunde der Berater und die Einhaltung der gesetzlichen Pflichten gegenüber dem Kunden muss stichprobenartig vor Ort geprüft werden. Diese Idee ist keineswegs revolutionär. Große Handels- und Optikerketten beispielsweise nehmen solche Kontrollen seit Jahren selbst vor. Man wundert sich, dass die Banken – soweit ersichtlich – keine Lehren aus den bisherigen Überprüfungen der Stiftung Warentest ziehen und damit nur eine Verschärfung des Aufsichtsrechts provozieren.

3.2 Art der Regulierung

3.2.1 Einordnung als Finanzinstrumente

Mit der Einordnung der Produkte des grauen Kapitalmarkts als Finanzinstrumente werden Anlageberater künftig zu Finanzdienstleistungsinstituten und Wertpapierdienstleistungsunternehmen und unterfallen damit den für diese geltenden

44) Ebenso der Befund von *Schröder*, ZBB 2010, 280 ff. (in diesem Heft); *Lehmann* (Fußn. 35), S. 461 f.

45) Auch dazu *Schröder*, ZBB 2010, 280 ff. (in diesem Heft).

46) Handelsblatt v. 15. 12. 2009, Banken empfehlen weiter riskante Produkte, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/vorsorge/stiftung-warentest-banken-empfehlen-weiter-riskante-produkte;2500313;0>. Siehe auch die Studie von *Evers/Jung*, Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen, erstattet im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz, 2008.

47) Banken im Test – Die Blamage geht weiter, [http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/0,1518,707455,00.html](http://www.test.de/anlageberatung; Verbraucherschützer strafen Bankberater ab, Spiegel-Online v. 20. 7. 2010, http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/0,1518,707455,00.html). Erhebliche Defizite stellt auch die BaFin in ihrem Schreiben „Markterhebung Beratungsprotokoll“ v. 4. 5. 2010 fest, http://www.bafin.de/cln_161/nn_721290/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM_2010/pm_100504_beratungsprotokoll_ergebnisse.html?nno=true. Siehe auch die kritische Würdigung der Praxis durch *Bömcke*, AG 2010, R184 f.

48) Ob das vom Gesetzgeber mit der Einführung der Protokollpflicht verbundene Ziel der Verbesserung der Beweissituation des Kunden wirklich erreicht wird, bezweifelt *Bömcke*, AG 2010, R184 f.

49) Gesamtkonzept zur Stärkung des Verbraucherschutzes bei Finanzdienstleistungen v. 16. 6. 2010, BT-Drucks. 17/2136, S. 3.

50) In diese Richtung zielt auch die Forderung der SPD, Verbraucherverbände mit einer Wächterfunktion zu betrauen, vgl. Gesamtkonzept zur Stärkung des Verbraucherschutzes bei Finanzdienstleistungen v. 16. 6. 2010, BT-Drucks. 17/2136, S. 6.

Vorgaben des KWG bzw. des WpHG. Der Einwand der Fondsindustrie, die Anteile an geschlossenen Fonds seien keine Finanzinstrumente,⁵¹⁾ trifft einen wunden Punkt des Entwurfs. Der deutsche Gesetzgeber ist dabei, die durch die MiFID vorgegebene und im WpHG abgebildete Systematik zu zerstören.⁵²⁾ Während man die Vorgaben, die das KWG für Anlageberater und Vermögensverwalter trifft, ohne Weiteres auf Finanzdienstleister am grauen Markt übertragen kann, stellt sich die Lage in Bezug auf das WpHG anders dar. Manche Regelungen beziehen sich ihrem Inhalt nach eher auf schnell umgesetzte börsennotierte Aktien (z. B. § 31c WpHG) denn auf Anteile an einer Personengesellschaft. Auch die Regeln über die Best Execution oder Mitarbeitergeschäfte sind nicht übertragbar, denn bei Anteilen an einer Personengesellschaft fehlen andere Börsenplätze zur Ausführung und ein durch Vorgaben an Mitarbeiter zu unterbindendes Frontrunning ist nur schwer vorstellbar. Da das deutsche Kapitalmarktrecht ohnehin schon sehr komplex ist, erscheint eine transparente Regelung vonnöten. Wenn man den Begriff des Finanzinstruments erweitert, muss man alle Vorschriften auflisten, die für den Vertrieb von Produkten des grauen Marktes nicht anwendbar sind. Sinnvoller wäre daher wohl ein eigenständiger Abschnitt im WpHG für Produkte des grauen Marktes. Dieser sollte positiv nur die wenigen Vorschriften des Gesetzes für anwendbar erklären, die inhaltlich übertragbar sind. Da eine Verbesserung der individuellen Beratung das Ziel einer Reform sein soll und muss, gehören hierzu die Vorgaben der anlegergerechten und objektgerechten Beratung (§ 31 WpHG), das Verbot der Zuwendungen (§ 31d WpHG) und das Beratungsprotokoll (§ 34 Abs. 2a, 2b WpHG) sowie die Vorgaben über die Qualifikation von Anlageberatern und Vertriebsbeauftragten (§ 34d WpHG-E – dazu unten IV 3.2).

3.2.2 Haftungsdach

In seiner Stellungnahme greift der Verband Geschlossene Fonds e. V. einen möglichen Gegeneinwand auf, wonach sich die Vermittler der Produkte des grauen Kapitalmarkts unter das Haftungsdach eines beaufsichtigten Instituts begeben könnten und daher die Einführung der Aufsicht gar nicht so belastend sei. Dies weist der Verband unter Hinweis darauf zurück, dass dadurch die Unabhängigkeit in der Auswahl der Produkte, die Art und Weise der Beratungsleistung sowie das persönliche Vertrauensverhältnis zum Kunden verloren gehe.⁵³⁾ Zudem wird den schon heute beaufsichtigten Instituten, die als Haftungsdach zur Verfügung stünden, gerade die oben erwähnte mangelnde Beratungsqualität vorgeworfen, so dass mit der Einschaltung dieser Institute als Haftungsdach gerade kein Gewinn an Beratungsqualität erreicht werde. Genau die gleichen Argumente wurden angesichts der Einführung einer Aufsicht für die Vermögensverwalter erhoben.⁵⁴⁾ Dem kann man nur entgegen, dass es den Organisationen der Anbieter des grauen Marktes trotz der ihnen bekannten Missstände nicht gelungen ist, eine funktionierende Selbstregulierung vorzulegen oder die Missstände anderweitig abzustellen. Die aufsichtsrechtliche Erfassung wird sicherlich zu einer deutlichen Marktberreinigung bei den Vertriebsorganisationen führen, aber diese scheint angesichts des enormen Schadensvolumens

auch notwendig zu sein. Die Alternative einer Regelung in der Gewerbeordnung, wie sie der Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. vorschlägt,⁵⁵⁾ ist demgegenüber ein zahnloser Tiger, der dem Anlegerschutz nicht ausreichend Rechnung trägt (vgl. dazu auch sogleich II 3.2.3 und II 3.2.4).

3.2.3 Wettbewerbliche Gesichtspunkte

Der Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. verweist darauf, dass die aufsichtsrechtliche Erfassung der vom Verband geschätzten 100.000 freien Berater dazu führen werde, dass der Wettbewerb zwischen den Banken auf der einen und den freien Beratern auf der anderen Seite entfalle. Gerade dieser Wettbewerb habe in der Vergangenheit auch zu einer Verbesserung des Verbraucherschutzes geführt. Belege für diese These fehlen. Meines Erachtens muss sich der Gesetzgeber vielmehr umgekehrt fragen lassen, warum er die in der Vergangenheit bestehende Wettbewerbsverzerrung zulasten der Produkte des regulierten Kapitalmarkts (Aktien, Schuldverschreibungen, Genussrechte etc.) zugelassen hat, deren Vertrieb beaufsichtigt war und die damit eine höhere Kostenbelastung traf. Die aufsichtsrechtliche Erfassung des Vertriebs auf dem grauen Markt würde diese Verzerrung endlich beseitigen und dazu führen, dass nicht mehr die gewählte Rechtsform des Fonds für das Ausmaß staatlicher Überwachung ausschlaggebend ist, sondern allein der Charakter (Inhalt) des Produkts, also der Umstand, dass sich ein Emittent öffentlich an den Kapitalmarkt wendet, um Anleger zu einer Investition in sein Unternehmen zu bewegen. Die Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen für den Vertrieb würde also eine Verbesserung des Wettbewerbs insgesamt bewirken, da Aktien, Anleihen und offene Fonds einerseits und geschlossene Fonds andererseits nicht unterschiedlichen Kosten der Aufsicht unterlägen. Allerdings haben wir es hier mit einer Regulierung „nach oben“ zu tun, die eine Verteuerung der Produkte des grauen Kapitalmarkts nach sich ziehen dürfte. Da der deutsche Gesetzgeber aber im Bereich des Vertriebs von Finanzinstrumenten durch die europarechtlichen Vorgaben zu einer Beaufsichtigung gezwungen ist, scheidet eine Deregulierung des Vertriebs von Finanzinstrumenten und damit eine Herstellung von Wettbewerbsgleichheit auf dem derzeit bestehenden niedrigen Niveau des grauen Marktes aus. Eine solche Lösung „nach unten“ verbietet sich auch noch aus einem weiteren, viel gravierenderen Grund, nämlich der Sicherstellung des notwendigen Anlegerschutzes.

51) Wie unverständlich dieser Begriff ohnehin jetzt schon definiert wird, weist Schröder, ZBB 2010, 280 ff. (in diesem Heft) nach.

52) Im Übrigen stellt sich angesichts des Begriffs der Finanzinstrumente als zentralem Anknüpfungsmerkmal des WpHG die Frage, ob man dieses wirklich noch „Wertpapierhandelsgesetz“ nennen darf, dazu Lehmann (Fußn. 35), S. 459 f.

53) Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 6; ähnlich auch AfW – Bundesverband Finanzdienstleistung e. V. (Fußn. 29), S. 3 f.

54) Nachweise bei Sethe (Fußn. 1), S. 413.

55) VOTUM – Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V., Pressemitteilung v. 4. 5. 2010, sowie Stellungnahme zum Diskussionsentwurf des „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“ v. 28. 5. 2010, beides abrufbar unter <http://www.votum-verband.de>.

3.2.4 Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz

Der Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. fordert eine Gleichstellung der Vermittler von Produkten des grauen Kapitalmarkts mit reinen Versicherungsvermittlern (vgl. § 34d GewO).⁵⁶⁾ Dabei wird jedoch verkannt, dass das Produkt „Versicherung“ – anders als die Anlagen auf dem grauen Markt – einer umfassenden Beaufsichtigung unterliegt, so dass der abgesenkte Standard in Bezug auf die Versicherungsvermittler, nicht aber in Bezug auf die geschlossenen Fonds des grauen Kapitalmarkts gerechtfertigt ist.

Der Verband Geschlossene Fonds e. V. geht gleichsam umgekehrt vor und kritisiert, dass die sog. reinen Fondsvermittler von der Beaufsichtigung nach KWG und WpHG ausgenommen seien (§ 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG, § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG). Wenn die Vermittler des grauen Kapitalmarkts unter Aufsicht gestellt würden, müsse man um der Gleichbehandlung willen diese Ausnahme aufheben.⁵⁷⁾ In seiner Kritik verkennt der Verband die Ratio dieser – auf der Option in Art. 3 MiFID beruhenden – Ausnahme für reine Fondsvermittler. Der Gesetzgeber sah den Anlegerschutz bereits als ausreichend gewährleistet an, da die reinen Fondsvermittler nur standardisierte und ihrerseits umfassend beaufsichtigte Produkte vermitteln dürfen, für deren Vertrieb das Investmentgesetz zudem umfangreiche Vorgaben macht.⁵⁸⁾ Da die Produkte des grauen Kapitalmarkts weder standardisiert sind noch eine gesetzliche Regelung des Vertriebs besteht, erscheint die Forderung nach einer Gleichbehandlung auf den ersten Blick wenig aussichtsreich, da den Gesetzgeber ein sachlicher Grund geleitet hat.

Allerdings regen sich an der Grundannahme des Gesetzgebers zunehmend Zweifel, weil sich die gesetzliche Ausnahme auch auf unbeaufsichtigte ausländische Investmentfonds bezieht⁵⁹⁾ und weil die reinen Fondsvermittler offenbar nicht immer anlegergerecht beraten.⁶⁰⁾ Zudem führt die Ausnahme zu einer Verzerrung des Angebots. Reine Fondsvermittler dürfen keine anderen Produkte als die in der Ausnahmenvorschrift genannten anbieten. Ergibt das Kundengespräch, dass für einen Kunden ein Investmentfonds ungeeignet ist und stattdessen Anleihen geeignet wären, müsste der reine Fondsvermittler den Kunden an sich wegschicken, da er das Geschäft ohne Zulassung nicht tätigen darf. In der Praxis werden jedoch bei Fondsvermittlern nie derartige Situationen auftreten, da sich das Beratungsgespräch entsprechend steuern lässt. Unter dem Gesichtspunkt der Verbesserung des Anlegerschutzes wäre daher eine Abschaffung der Ausnahme sinnvoll, zumal die freien Fondsvermittler andernfalls auch nicht in die geplante Regelung des § 34d WpHG-E (dazu unten IV 3.2) einbezogen werden.

3.3 Zeitpunkt der Regulierung

Das Rechtsgebiet des Kapitalmarktrechts ist durch ein sehr hohes Reformtempo gekennzeichnet, das es den Anbietern, aber auch den Anlegern erschwert, sich auf verlässliche Rahmenbedingungen einzustellen. Die ständigen Änderungen untergraben ein Grundvertrauen in die Beständigkeit einer Regelung⁶¹⁾ und verursachen bei den Anbietern hohe Fortbildungs- und Anpassungskosten. Da nun die AIFM-Richtlinie ansteht (s. o. II 2.1), stellt sich die Frage, ob man den grauen Kapitalmarkt

vor deren Verabschiedung noch rasch im Wege eines nationalen Alleingangs ordnet oder ob man zuwartet, bis die Richtlinie verabschiedet ist. Da die geplante AIFM-Richtlinie ohnehin kleinere alternative Investmentfonds ausnehmen wird und den Mitgliedstaaten zudem eine strengere Regelung für den Vertrieb alternativer Investmentfonds an Kleinanleger erlaubt, ist Deutschland frei, eine eigenständige Regelung in diesen beiden Bereichen zu erlassen. Die Normen können daher ohne Weiteres sofort verabschiedet werden. Ein größerer Anpassungsbedarf entstünde voraussichtlich nicht, wenn man die Neuerungen von vornherein auf den Vertrieb an Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG beschränkt und die Vorgaben von Erwägungsgrund Nr. 9 und Art. 32 des Richtlinienvorschlages berücksichtigt. Da genau hier auch die im deutschen Recht beklagte Schutzlücke liegt, wäre ein nationaler Alleingang in diesem Bereich ausgesprochen sinnvoll.

4. Begrifflichkeiten

Nachdem der graue Kapitalmarkt herkömmlich als Markt beschrieben wurde, bei dem Anbieter und Angebote weder einer staatlichen Kontrolle durch die Kapitalanlagegesetze noch einer staatlichen Aufsicht oder Zulassungspflicht unterliegen⁶²⁾, muss man sich – sollte der Entwurf Gesetz werden – von diesem Begriff verabschieden.

III. Prospekte für Produkte des grauen Kapitalmarkts

1. Prospektinhalt

Prospekte von Anlagen des grauen Kapitalmarkts sollen in Zukunft detailliertere Informationen enthalten, um dem Anleger eine bessere Beurteilung der Seriosität der Anlage und der Anbieter zu ermöglichen. Dazu werden das VerkProspG in geringem und die VermVerkProspV in erheblichem Umfang geändert. Wesentlich sind folgende Punkte:

1.1 Verdeutlichung des Risikos

Gemäß § 2 Abs. 2 Satz 4 VermVerkProspV ist das den Anleger treffende maximale Risiko in seiner Größenordnung zu beschreiben⁶³⁾. Neu eingeführt wird die Vorgabe, dass diese Beschreibung an hervorgehobener Stelle erfolgen muss.⁶⁴⁾

1.2 Gewandeltes Bild von den Fähigkeiten eines durchschnittlichen Anlegers

Der bisherige § 2 Abs. 5 VermVerkProspV enthält die Regelung, wonach Angaben, die dem im Verkaufsprospekt abge-

56) Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. (Fußn. 55), Stellungnahme, S. 3 – 5.

57) Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 6.

58) RegE FRUG, BT-Drucks. 10/4028, S. 91; Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 3. Aufl., 2008, § 2 Rz. 58.

59) Vgl. Schäfer (Fußn. 58), § 2 Rz. 59 m. w. N.

60) So die Ergebnisse der Studie von Evers/Jung (Fußn. 46), S. 150.

61) Ebenso der Befund von Schröder, ZBB 2010, 280 ff. (in diesem Heft).

62) Statt vieler Assmann, in: Assmann/Schütze (Fußn. 22), § 1 Rz. 12.

63) Einzelheiten bei Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG, VerkProspG, 2. Aufl., 2010, § 2 VermVerkProspV Rz. 127 ff.

64) Art. 10 Nr. 1 lit. a) DiskE und Begr. DiskE, S. 62.

druckten Jahresabschluss (vgl. § 10 Abs. 1 VermVerkProspV) unmittelbar zu entnehmen sind, im Verkaufsprospekt nicht wiederholt zu werden brauchen.⁶⁵⁾ Dieser Regelung liegt die Vorstellung zugrunde, dass ein durchschnittlicher Anleger in der Lage ist, eine Bilanz zu lesen.⁶⁶⁾ Der Gesetzgeber kommt nun spät, aber besser denn nie, zu der Einsicht, dass dieses vom BGH geprägte Bild⁶⁷⁾ nicht zutrifft und streicht daher – allerdings ohne Hinweis auf die entgegengesetzte Sichtweise des BGH – die Ausnahmebestimmung.⁶⁸⁾ Dies ist nur konsequent, denn die Prospekttrichtlinie⁶⁹⁾ betont in ihrem Erwägungsgrund 41 den Schutz des Vertrauens des Kleinanlegers. Bezieht man – wie die Prospekttrichtlinie in ihrem Erwägungsgrund Nr. 18 – ein, welches Bild von einem durchschnittlichen Privatkunden der Gesetzgeber bei den Wohlverhaltenspflichten (in Deutschland also § 31 Abs. 2 WpHG i. V. m. §§ 4, 5 WpDVerOV) zugrundelegt, ist es gerade nicht der erfahrene Kunde, den man hier vor Augen hat. Vor diesem Hintergrund erhöht die nun geplante Gesetzesänderung die Konsistenz der gesetzlichen Regelungen und ist zu begrüßen. Bemängelt werden muss allerdings, dass der Gesetzgeber in den Gesetzesmaterialien nicht zu der generellen Frage Stellung nimmt, von welchem Anlegerbild bzw. Anlegerhorizont er ausgeht.⁷⁰⁾

1.3 Angaben zur Prüfung des Prospekts

§ 2 Abs. 5 VermVerkProspV-E enthält künftig eine Verpflichtung, dass im Prospekt angegeben werden muss, ob er von einem Wirtschaftsprüfer gutachterlich beurteilt wurde oder nicht. Sofern dies der Fall ist,⁷¹⁾ muss der Verkaufsprospekt den Namen des Wirtschaftsprüfers sowie das Datum des Gutachtens und dessen Ergebnis aufführen.⁷²⁾ Der Sinn dieser Regelung leuchtet unmittelbar ein. Ihr Wortlaut ist jedoch nachbesserungsbedürftig. So fehlen die „Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“. Zudem stellt sich die Frage, ob nicht auch andere freie Berufe an einer solchen Prüfung beteiligt werden können und daher zu nennen wären. In der Praxis sind nämlich häufig auch Steuerberater tätig. Aufgrund des engen Wortlauts sind sie nicht zu nennen und entgehen daher auch möglichen Prospekthaftungsklagen.⁷³⁾ Sinnvoll wäre daher die Formulierung „(5) Der Verkaufsprospekt muss auch die Angabe enthalten, ob er von einem Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwalt oder einer Gesellschaft dieser Berufsträger gutachterlich beurteilt wurde oder nicht. Sofern dies der Fall ist, muss der Verkaufsprospekt den Namen dieser Person oder Gesellschaft sowie das Datum des Gutachtens und dessen Ergebnis enthalten.“

Stellungnahmen aus der Praxis fordern, der Gesetzgeber solle eine § 323 Abs. 2 HGB vergleichbare Haftungsbeschränkung einführen.⁷⁴⁾ Diese Forderung überzeugt, wenn man – was sinnvoll wäre – eine zwingende Prüfung der Prospekte vorschreiben würde (dazu unten III 2). Die Ratio der Haftungsbeschränkung in § 323 Abs. 2 HGB für Jahresabschlussprüfungen passt in diesem Fall auch auf die Prüfung der Prospekte.

1.4 Wichtige finanzielle Angaben

Weiterhin ist vorgesehen, dass der Prospekt – nun an hervorgehobener Stelle – Angaben über die für den Anleger entste-

henden sog. „weichen Kosten“ (weitere Kosten des Erwerbs, der Verwaltung oder der Veräußerung der Anlage, eine eventuelle persönliche Haftung, Nachschusspflichten sowie die dem Vertrieb gezahlten Provisionen als absoluten Betrag und als Prozentangabe in Bezug auf den Gesamtbetrag der angebotenen Vermögensanlagen) enthält (§ 4 Satz 1 Nrn. 10–12 VermVerkProspV-E).⁷⁵⁾ Auch diese Änderung ist zu begrüßen, denn sie dient der Warnung des Anlegers, der vielleicht gerade nicht damit rechnet, neben seiner einmaligen Einlage weitere Zahlungen erbringen zu müssen. Im Schrifttum wird vorgeschlagen, die Aufsplitterung in verschiedene Kostenpositionen aufzugeben. Die Transparenz des Prospekts werde erhöht, wenn man eine dem § 41 Abs. 2 InvG vergleichbare Gesamtkostenquote auswerfe.⁷⁶⁾ Allerdings bestehen beträchtliche Unterschiede zum Investmentrecht, denn dort drohen den Anlegern weder eine persönliche Haftung noch Nachschlusspflichten. Beide Risiken lassen sich zudem auch nicht in einer Gesamtquote erfassen. Daher ist der im DiskE eingeschlagene Weg der bessere.

1.5 Verschärfte Angaben über die Gesellschafter, Initiatoren, Prospektverantwortlichen und Treuhänder

Sehr zu begrüßen ist die geplante Neuregelung in § 7 VermVerkProspV, deren persönlicher Anwendungsbereich um die Gesellschafter des Emittenten im Zeitpunkt der Prospektauf-

65) Dazu *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 2 VermVerkProspV Rz. 176 ff.

66) Kritisch insoweit schon *Assmann*, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, 2001, § 13 VerkProspG Rz. 23, § 2 VerkProspVO Rz. 19; *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb* (Fußn. 63), § 13 VerkProspG Rz. 27; *Assmann* (Fußn. 19), S. 317; *Bergdolt*, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2007, § 44 BörsG Rz. 18; *Brondics/Mark*, AG 1989, 339, 341; *Canaris*, Bankvertragsrecht, in: Großkomm. z. HGB, 3. Aufl., 2. Bearb. 1981, Rz. 2279; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2009, §§ 44, 45 BörsG Rz. 41; *Groß*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, 2. Aufl., 2009, Rz. IX 404; *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., §§ 44, 45 BörsG Rz. 191; *Pankoke*, in: Just/Voß/Ritz/Zelsing, WpPG, 2009, §§ 44 BörsG, 13 VerkProspG Rz. 37; *Schwark*, ZGR 1983, 162, 168; *Schwark*, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., 2004, §§ 44, 45 BörsG Rz. 19; s. a. *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, F 44 f., der auf einen „verständigen Leser“ der Prospekte abstellt.

67) BGH ZIP 1982, 923 = NJW 1982, 2823, 2824 („BuM“); ebenso OLG Frankfurt ZIP 2004, 1411, 1414 („EM-TV II“).

68) Begr. DiskE, S. 62.

69) Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4. 11. 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 345 v. 31.12.2003, S. 64.

70) Diese Frage wird kontrovers beurteilt, vgl. die Nachweise in Fußn. 66 sowie ausführlich *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, F 42 ff.

71) In der Praxis richtet sich diese Prüfung regelmäßig nach dem IDW Standard S4 – Grundsätze ordnungsmäßiger Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen, WPg 2006, 919 ff.

72) Art. 10 Nr. 1 lit. b) DiskE und Begr. DiskE, S. 62.

73) So auch Wirtschaftsprüferkammer, Stellungnahme v. 31.5.2010, S. 2, http://www.wpk.de/pdf/WPK-Stellungnahme_31-05-2010_02.pdf.

74) Wirtschaftsprüferkammer (Fußn. 73), S. 2; Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 14.

75) Art. 10 Nr. 2 lit. a) dd) DiskE und Begr. DiskE, S. 63. Zur bisherigen Regelung *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 4 VermVerkProspV Rz. 103 ff.

76) So *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 4 VermVerkProspV Rz. 103.

stellung erweitert wird.⁷⁷⁾ Hierdurch verhindert man, dass die Initiatoren einen geschlossenen Fonds mit gut beleumundeten Strohleuten gründen, um anschließend dessen Steuerung in die Hand unseriöser Personen zu geben. Man könnte dieses Ergebnis auch dadurch erreichen, dass man eine auf die speziellen Zwecke des Prospekts bezogene Auslegung des Begriffs „Gründungsgesellschafter“ vornimmt.⁷⁸⁾ Die geplante ausdrückliche gesetzliche Klarstellung ist dieser Lösung jedoch überlegen.

Zudem wird auch der Umfang der verlangten Angaben erweitert. Beide Änderungen sollen den Anleger besser in die Lage versetzen, sich ein Bild über die Zuverlässigkeit des Emittenten zu machen.⁷⁹⁾ Dies ist konsequent, da der Entwurf nicht dazu führt, dass die BaFin künftig die Emittenten des grauen Kapitalmarkts kontrollieren darf (s. o. II 2.4). Der Gesetzgeber rechtfertigt in seiner Begründung ausführlich und zutreffend den mit der Erweiterung des Tatbestands verbundenen Eingriff in die informationelle Selbstbestimmung der Gründer und Gesellschafter im Zeitpunkt der Prospekterstellung.⁸⁰⁾

Es wird zunächst klargestellt, dass Gewinnbeteiligungen, Entnahmerecht und sonstige Gesamtbezüge der Gesellschafter unabhängig von einer Vereinbarung im Gesellschaftsvertrag aufzuführen sind (§ 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 VermVerkProspV-E).⁸¹⁾

Gemäß der neuen Nr. 4 sind auch Vorverurteilungen nach §§ 263 bis 283d StGB, § 54 KWG, § 38 WpHG oder § 369 AO anzugeben.⁸²⁾ Vergleichbare Anforderungen gelten für Personen, die zum Zeitpunkt der Prospekterstellung nicht Deutsche waren. Sie müssen Verurteilungen wegen vergleichbarer Strafen während der letzten fünf Jahre angeben. Sinnvoll wäre es überdies, auch Deutsche zu verpflichten, alle im Ausland erfolgten vergleichbaren Verurteilungen anzugeben. Diese finden sich zwar nicht im Bundeszentralregister (vgl. § 3 Nr. 1, § 4 BZRG), doch sollte dies kein Grund sein, von der Angabe abzusehen. Nur weil die den Prospekt prüfende BaFin (dazu sogleich) keinen direkten Zugriff auf ausländische Strafregister hat, muss man die Gründer und Gesellschafter im Zeitpunkt der Prospekterstellung nicht aus der Verantwortung entlassen. Es ist dann die Aufgabe geschädigter Anleger, den Beweis für eine im Prospekt verschwiegene ausländische Verurteilung zu führen. Für eine Erweiterung des Tatbestands um ausländische Straftaten sprechen auch die Erwägungen des Gesetzgebers selbst. Der Diskussionsentwurf⁸³⁾ verweist auf den Anhang I Ziff. 14 der EU VO 809/2004⁸⁴⁾ sowie auf Ziff. 4.5.2 der Going Public Principles der Deutschen Börse, die für Mitglieder der Geschäftsführung vorsahen, dass im Prospekt Angaben über etwaige Sanktionen während der letzten fünf Jahre für die Verletzung in- und ausländischer Bestimmungen des Straf- und Kapitalmarktrechts zu veröffentlichen sind.⁸⁵⁾ Daher ist man verwundert, dass der Gesetzgeber bei im Ausland begangenen Straftaten von Deutschen hinter diesen in Bezug genommenen Vorgaben zurückbleibt.

Sofern die Gründer oder Gesellschafter im Zeitpunkt der Prospektaufstellung von Insolvenzen, Insolvenzverwaltungen oder Liquidationen während zumindest der letzten fünf Jahre betroffen waren oder sind, ist dies gemäß der neuen Nr. 5 ebenfalls anzugeben.⁸⁶⁾

In den Prospekt müssen gemäß der geplanten Nr. 6 „Angaben über frühere Aufhebungen einer Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften oder zur Erbringung von Finanzdienstleistungen durch die Bundesanstalt“ aufgenommen werden.⁸⁷⁾ Diese Vorgabe wurde zu eng formuliert, da sie den Fall nicht erfasst, dass einem Gesellschafter die Lizenz als Geschäftsleiter nach § 36 KWG entzogen wurde. Auch in Bezug auf diese Regelung ist nicht einzusehen, warum man nicht zusätzlich vergleichbare Sanktionen von Behörden aus anderen Mitglied- oder Drittstaaten erfasst.

Die Angaben nach § 7 Abs. 1 VermVerkProspV können entfallen, wenn der Emittent mehr als 15 (bisher fünf) Jahre vor Erstellung des Prospekt gegründet wurde. Die Verlängerung der Frist um das Dreifache dient ebenfalls dem Anlegerschutz, da die Investoren bei einem längeren Zeitraum die Zuverlässigkeit besser überprüfen können.⁸⁸⁾

Die in § 7 Abs. 1 Nm. 4–6 VermVerkProspV enthaltenen Verschärfungen werden in vergleichbarer Weise auf Mitglieder der Geschäftsführung oder des Vorstands, Aufsichtsgremien und Beiräte des Emittenten, den Treuhänder und sonstige Personen ausgedehnt (§ 12 Abs. 1 Nm. 3–5 VermVerkProspV-E).⁸⁹⁾

1.6 Doppelstockkonstruktionen

Die Regelung des § 7 Abs. 2 Nr. 3 VermVerkProspV wird erweitert.⁹⁰⁾ Bislang muss nur der Umfang von Beteiligungen an Unternehmen angegeben werden, die im Zusammenhang mit der Herstellung des Anlageobjekts nicht nur geringfügige Lieferungen oder Leistungen erbringen. Künftig bezieht die Norm neben der Herstellung auch die Anschaffung des Anla-

77) Ebenso *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 7 VermVerkProspV Rz. 3.

78) So *Vofß*, in: Arndt/Vofß, Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz) und Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung – VermVerkProspV), 2008, § 7 VermVerkProspV Rz. 3, wonach es auf die Gesellschafter ankommt, die vor Beginn des öffentlichen Angebots im Zeitpunkt der Prospektaufstellung Gesellschafter des Emittenten sind; a. A. *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 7 VermVerkProspV Rz. 3.

79) Begr. DiskE, S. 64.

80) Begr. DiskE, S. 64 f.

81) Art. 10 Nr. 5 lit. b) aa) ccc) DiskE und Begr. DiskE, S. 64.

82) Art. 10 Nr. 5 lit. b) aa) ddd) DiskE und Begr. DiskE, S. 64.

83) Begr. DiskE, S. 64.

84) Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission v. 29. 4. 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABl. EU Nr. L 149 v. 30. 4. 2004, S. 9, berichtet ABl. EU Nr. L 186 v. 18. 7. 2005, S. 3.

85) Die Going Public Principles v. 15. 7. 2002 stellten eine freiwillige Selbstverpflichtung der Marktteilnehmer dar, um ein Level Playing Field zu schaffen, die Transparenz der für eine Anlageentscheidung der Investoren relevanten Informationen zu erhöhen und eine einheitliche Informationsgrundlage zu schaffen, vgl. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/listing/60_Newsboard/60_Top_Story/Content_Files/lc_art_ts_wppg.htm. Sie wurden am 1. 7. 2005 aufgehoben, da die gesetzlichen Vorgaben des neu eingeführten WpPG und des geänderten VerkProspG diese Ziele nun verwirklichen.

86) Art. 10 Nr. 5 lit. b) aa) ddd) DiskE.

87) Art. 10 Nr. 5 lit. b) aa) ddd) DiskE.

88) Begr. DiskE, S. 65.

89) Art. 10 Nr. 9 lit. a) bb) DiskE.

90) Art. 10 Nr. 5 lit. c) bb) DiskE und Begr. DiskE, S. 65.

geobjekts ein, um Doppelstockkonstruktionen erfassen zu können. Das Tatbestandselement „nicht nur geringfügig“ entfällt, um Abgrenzungsschwierigkeiten zu vermeiden.⁹¹⁾

Zudem übernimmt der § 12 Abs. 2 VermVerkProspV-E diese Änderung für die Mitglieder der Geschäftsführung oder des Vorstands, Aufsichtsgremien und Beiräte des Emittenten.⁹²⁾

1.7 Transparenz hinsichtlich Verflechtungen

Erweitert wird auch die Transparenz über *gesellschaftsrechtliche* Verflechtungen der Gesellschafter und Fondsinitiatoren. Während bislang nur anzugeben ist, ob die Gründungsgesellschafter an Unternehmen beteiligt sind, die (1.) mit dem Vertrieb der emittierten Vermögensanlagen beauftragt sind oder (2.) dem Emittenten Fremdkapital zur Verfügung stellen oder (3.) im Zusammenhang mit der Herstellung des Anlageobjekts Lieferungen oder Leistungen erbringen, muss künftig angegeben werden, *in welcher Art und Weise* die Gründungsgesellschafter und die Gesellschafter im Zeitpunkt der Prospektaufstellung für diese Unternehmen tätig sind (§ 7 Abs. 3 VermVerkProspV-E).⁹³⁾

Außerdem wird ein neuer Absatz 4 zu *vertraglichen* Verflechtungen geschaffen.⁹⁴⁾ Der Verkaufsprospekt muss danach Angaben darüber enthalten, in welcher Art und Weise die Gründungsgesellschafter und die Gesellschafter im Zeitpunkt der Prospektaufstellung mit dem Vertrieb der emittierten Vermögensanlagen beauftragt sind, dem Emittenten Fremdkapital zur Verfügung stellen oder vermitteln und ob sie selbst im Zusammenhang mit der Anschaffung oder Herstellung des Anlageobjekts Lieferungen oder Leistungen erbringen. Dadurch wird eine empfindliche Informationslücke geschlossen, denn wenn die Initiatoren selbst Leistungen erbrachten, ohne ein Unternehmen zwischenzuschalten, waren sie bislang nicht erfasst.

Auch die in § 7 Abs. 2 VermVerkProspV vorgenommene Verschärfung wird ausgedehnt auf Mitglieder der Geschäftsführung oder des Vorstands, Aufsichtsgremien und Beiräte des Emittenten, den Treuhänder und sonstige Personen (§ 12 Abs. 3 und 4 VermVerkProspV-E).⁹⁵⁾ Die bisherigen Absätze 3 und 4 werden zu Absätzen 5 und 6.

Der neue § 12 Abs. 6 VermVerkProspV erweitert die Angabepflichten, indem er die in den Absätzen 1 bis 4 enthaltenen Publizitätspflichten auch auf Anbieter, Prospektverantwortliche, Treuhänder und solche Personen erstreckt, die nicht in den Kreis der nach dieser Verordnung angabepflichtigen Personen fallen, die jedoch die Herausgabe oder den Inhalt des Prospekts bzw. die Abgabe oder den Inhalt des Angebots der Vermögensanlage wesentlich beeinflusst haben.⁹⁶⁾

1.8 Transparenz hinsichtlich des eigentlichen Anlageobjekts

In § 9 Abs. 1 VermVerkProspV ist künftig nicht nur der Realisierungsgrad des Projekts anzugeben, sondern auch die zugrundeliegende Planung. Auf diese Weise kann der Anleger ein Auseinanderfallen von Planung und Verwirklichung erkennen.⁹⁷⁾ Dies erlangt vor allem im Hinblick auf sog. Blind-Pool-Konstruktionen Bedeutung.⁹⁸⁾

Besteht das Anlageobjekt in der Beteiligung an einer anderen Gesellschaft, ist bislang nur diese Beteiligung gem. § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV zu nennen.⁹⁹⁾ Künftig wird die Nr. 1 dahingehend ergänzt, dass auch die von dieser Gesellschaft erworbenen Gegenstände als Anlageobjekte gelten.¹⁰⁰⁾ Entsprechendes gilt bei mehrstöckigen Konstruktionen.¹⁰¹⁾ Die Änderung ergänzt diejenige in § 7 Abs. 2 Nr. 3 VermVerkProspV (s. o. III 1.6).

Wenn das Anlageobjekt einer Genehmigung bedarf, ist deren Erteilung entscheidend für die Realisierung eines Anlageerfolgs. Durch die Neufassung des § 9 Abs. 2 Nr. 5 VermVerkProspV muss künftig nicht nur angegeben werden, ob die erforderlichen Genehmigungen vorliegen,¹⁰²⁾ sondern auch inwieweit. Damit erzwingt der Gesetzgeber genauere Angaben über den Umfang der Genehmigung.¹⁰³⁾

Im Übrigen ist gemäß der geplanten Nr. 8 der Umfang der Lieferungen und Leistungen der in §§ 3, 7, 12 erfassten Personen aufzuführen.¹⁰⁴⁾

1.9 Ausweitung der finanziellen Transparenz

Wurde der Emittent vor weniger als 18 Monaten gegründet und hat er noch keinen Jahresabschluss i. S. d. § 10 Abs. 1 Nr. 1 VermVerkProspV erstellt, greift die Sonderregelung des § 15 Abs. 1 VermVerkProspV ein. Handelt es sich dagegen um einen sog. Alt-emittenten ist die Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage nach den §§ 10, 11 und 13 VermVerkProspV darzustellen: Gemäß § 10 Abs. 1 VermVerkProspV muss der Emittent seinen Jahresabschluss vorlegen. Ist ein solcher für den Emittenten nicht vorgeschrieben, muss der Emittent ihn entweder freiwillig erstellen und prüfen lassen (§ 8h Abs. 1 VerkProspG) oder im Prospekt einen deutlich gestalteten Hinweis nach § 8h Abs. 2 VerkProspG auf den fehlenden Abschluss anbringen. Wurde zwischenzeitlich eine Zwischenübersicht veröffentlicht, ist diese in den Prospekt zu übernehmen. Ist der Emittent *handelsrechtlich* nicht zur Aufstellung eines Jahresabschlusses verpflichtet (z. B. GbR) und entscheidet er sich gegen die Erstellung eines solchen, fallen dementsprechend die Prospektangaben zu seinem finanziellen Hintergrund dürftig aus.

91) Zur schwierigen Auslegung des Tatbestandsmerkmals „geringfügig“ *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 7 VermVerkProspV Rz. 27; *Voß*, in: Arndt/Voß (Fußn. 78), § 7 VermVerkProspV Rz. 56.

92) Art. 10 Nr. 9 lit. b) bb) DiskE und Begr. DiskE, S. 67.

93) Art. 10 Nr. 5 lit. d) DiskE und Begr. DiskE, S. 65.

94) Art. 10 Nr. 5 lit. d) DiskE.

95) Art. 10 Nr. 9 lit. c) DiskE und Begr. DiskE, S. 67.

96) Art. 10 Nr. 9 lit. e) DiskE und Begr. DiskE, S. 67.

97) Art. 10 Nr. 7 lit. a) DiskE und Begr. DiskE, S. 66.

98) Zu diesen *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 9 VermVerkProspV Rz. 19.

99) Zu der streitigen Frage, wie weit die Transparenz in diesen Konstellationen nach bisherigem Recht reicht, *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 9 VermVerkProspV Rz. 27 ff.; *Voß*, in: Arndt/Voß (Fußn. 78), § 9 VermVerkProspV Rz. 28 - 31.

100) Art. 10 Nr. 7 lit. b) aa) DiskE und Begr. DiskE, S. 66.

101) Begr. DiskE, S. 66.

102) So die bisherige Auslegung, vgl. *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fußn. 63), § 9 VermVerkProspV Rz. 64.

103) Art. 10 Nr. 7 lit. b) bb) DiskE und Begr. DiskE, S. 66.

104) Art. 10 Nr. 7 lit. b) cc) DiskE und Begr. DiskE, S. 66.

Um diese Lücke zu schließen, muss der Emittent zumindest seinen *steuerrechtlich* zu fertigenden Jahresabschluss oder seine Einnahmen-Überschuss-Rechnung angeben (§ 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 lit. c) VermVerkProspV-E).¹⁰⁵⁾

Zudem wird die in § 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 VermVerkProspV enthaltene Formulierung „eine zwischenzeitlich veröffentlichte Zwischenübersicht“ ersetzt durch „eine Zwischenübersicht zum Zeitpunkt der Aufstellung des Verkaufsprospekts“. Nun ist also in jedem Fall eine Zwischenübersicht in den Prospekt aufzunehmen und nicht nur dann, wenn der Emittent eine solche anderweitig veröffentlicht hatte.¹⁰⁶⁾ Auf diese Weise verhindert man, dass der Anleger u. U. 18 Monate alte finanzielle Informationen erhält, was nach aktueller Rechtslage möglich ist.¹⁰⁷⁾ Entsprechend angepasst wird die Regelung in § 15 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 VermVerkProspV,¹⁰⁸⁾ so dass auch insoweit stets eine Zwischenübersicht zu erstellen ist.

Die Angaben nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 und 4 VermVerkProspV werden auf das laufende und die folgenden drei Geschäftsjahre ausgeweitet, um mehr Transparenz herzustellen.¹⁰⁹⁾

2. Verschärfung der Prospektprüfung

Ausgeweitet wird der Umfang der Prüfungsbefugnis der BaFin. Sie erstreckt sich künftig nicht nur auf die Vollständigkeit der Angaben im Prospekt, sondern auch auf Kohärenz und Verständlichkeit (§ 8i Abs. 2 Satz 5 VerkProspG-E)¹¹⁰⁾ und entspricht damit im Prüfungsumfang der Regelung des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpPG. Um der BaFin die erweiterte Prüfung zu ermöglichen, erfährt die Vorlagepflicht in § 8i Abs. 4a Nr. 2 VerkProspG eine entsprechende Erweiterung.¹¹¹⁾ Die umfanglichere Prüfung der BaFin erfordert mehr Zeit; mit der Neufassung von § 8i Abs. 2 Sätze 3 und 4 VerkProspG trägt der Gesetzgeber dem Rechnung und gleicht das Verfahren damit an das nach dem Wertpapierprospektgesetz an.¹¹²⁾

Ob diese Vereinheitlichung wirklich sinnvoll ist, muss bezweifelt werden. Im Gegensatz zu den überwiegend standardisiert ausgestalteten Wertpapieren sind Anlagen am grauen Kapitalmarkt sehr unterschiedlich. Die für die Beschreibung von Wertpapieren notwendigen Angaben sind klarer strukturiert und lassen sich deshalb auch leichter überprüfen als geschlossene Fonds, denn diese hängen in besonderem Maße von Sachwertinvestitionen ab und sind daher individuell ausgestaltet. Um einen solchen Prospekt auf seine Stimmigkeit prüfen zu können, ist eine genaue Kenntnis der Investitionsgüter notwendig. Die betroffenen Verbände schlagen daher zu Recht eine zwingende Prospektbegutachtung nach dem Wirtschaftsprüferstandard IDW S4 anstelle der Kohärenzprüfung durch die BaFin vor.¹¹³⁾ Diese Vorgabe müsste dann mit einer Haftungsbeschränkung einhergehen (s. o. III 1.3).

3. Abschaffung der Sonderverjährung für Prospekthaftungsansprüche

Der Diskussionsentwurf enthält eine Regelung, mit der die kurze Sonderverjährung von Prospekthaftungsansprüchen in § 46 BörsG, § 13a Abs. 5 VerkProspG abgeschafft werden soll.¹¹⁴⁾ Dies ist zu begrüßen, geht aber nicht weit genug, wie

die verworrene Historie der Verjährungsregeln für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen zeigt: Als man im Zuge der Schuldrechtsmodernisierung zum 1. 1. 2002 die verstreuten und uneinheitlichen Verjährungsvorschriften im BGB zusammengefasst und vereinheitlicht hat, blieben einige kapitalmarktrechtliche Vorschriften davon zunächst unberührt oder es wurden – ohne nähere Begründung – neue Sonderverjährungsvorschriften eingeführt. Zu nennen sind die strikter geregelte Verjährung für Falschberatungen in § 37a WpHG, die kurze Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen in § 46 BörsG, § 13a Abs. 5 VerkProspG, § 127 Abs. 5 InvG und die 2002 (!) eingeführte¹¹⁵⁾ kurze Verjährung der Ansprüche wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen in § 37b Abs. 4, § 37c Abs. 4 WpHG. Man hatte seinerzeit den Eindruck, dass das für das Kapitalmarktrecht zuständige Bundesfinanzministerium die Bemühungen des Bundesjustizministeriums zur Vereinheitlichung des Verjährungsrechts nicht zur Kenntnis nahm.¹¹⁶⁾ Nun verabschiedet sich auch das Bundesfinanzministerium von den Sonderverjährungsvorschriften, allerdings nur scheinbar. Hierauf ist im Detail einzugehen, denn mit dem vorliegenden Diskussionsentwurf schickt sich der Gesetzgeber an, wieder nur einen Teil des Problems zu lösen:

Als der Gesetzgeber 2002 die Verjährungsregelungen der § 37b Abs. 4 und § 37c Abs. 4 WpHG einführt, begründete er das Abweichen von der gesetzlichen Regelverjährung der § 195, § 199 Abs. 3 Satz 1 BGB nicht. Vielmehr ging er allein auf die Frage der Dauer der Kenntnisverjährung von einem Jahr und der absoluten Verjährung von drei Jahren ein und verwies auf die Schnelllebigkeit des Geschäftsverkehrs im Wertpapierbereich und die Schaffung von Rechtssicherheit. Die börsen- und investmentrechtlichen Haftungsvorschriften für fehlerhafte Prospekte enthielten entsprechende Verjährungsregeln.¹¹⁷⁾ Diese Begründung des Regierungsentwurfs wurde vom Bundesrat zu Recht als verfehlt kritisiert.¹¹⁸⁾ Der Hinweis, die Rechtssicherheit erfordere eine kurze Verjährung, überzeugt nicht, denn Rechtssicherheit ist das tragende Argu-

105) Art. 10 Nr. 8 lit. a) bb) DiskE und Begr. DiskE, S. 66.

106) Art. 10 Nr. 8 lit. b) DiskE.

107) Begr. DiskE, S. 66 f.

108) Art. 10 Nr. 10 lit. a) DiskE und Begr. DiskE, S. 67.

109) Art. 10 Nr. 10 lit. b) DiskE und Begr. DiskE, S. 68.

110) Art. 6 Nr. 2 lit. a) bb) DiskE und Begr. DiskE, S. 51.

111) Art. 6 Nr. 2 lit. b) DiskE.

112) Art. 6 Nr. 2 lit. a) aa) DiskE und Begr. DiskE, S. 51. Kritisch zur Formulierung Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 16.

113) Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. (Fußn. 55), Stellungnahme, S. 5; Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 14; AfW – Bundesverband Finanzdienstleistung e. V. (Fußn. 29), S. 1.

114) Art. 5 Nr. 1 und 2 sowie Art. 6 Nr. 3 und 4 DiskE.

115) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21. 6. 2002, BGBl. I, 2010, berichtet 2316.

116) Eine ähnliches Auseinanderfallen der Standpunkte beider Ministerien lässt sich auch bei § 37h WpHG beobachten, der ohne jegliche Rücksicht auf die 1998 erfolgte Reform des Schiedsgerichtswesens verabschiedet wurde, vgl. Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 37h Rz. 7.

117) RegE, BR-Drucks. 936/01, S. 262.

118) Stellungnahme des Bundesrates v. 20. 12. 2001 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drucks. 14/8017, S. 155; Möllers/Leisch, in: Kölner Komm. z. WpHG, 2007, §§ 37b, c Rz. 372; Rössner/Bolkart, ZIP 2002, 1471, 1477; Sethe, in: Assmann/Schneider (Fußn. 116), §§ 37b, 37c Rz. 96.

ment für jede Verjährungsvorschrift, gleich welcher Dauer. Auch das Argument, die Schnelllebigkeit des Geschäftsverkehrs im Wertpapierbereich erfordere die kurze Verjährung, vermochte seinerzeit nicht zu überzeugen, denn im aufgehobenen¹¹⁹⁾ § 37a WpHG, der ebenfalls den schnelllebigen Geschäftsverkehr im Wertpapierbereich betraf, ordnete der Gesetzgeber eine grundsätzlich dreijährige Verjährungsfrist an. Mithin blieb als Rechtfertigung nur der Hinweis, auch die § 46 BörsG, § 13 Abs. 5 VerkProspG, § 127 Abs. 5 InvG enthielten vergleichbare Verjährungsregeln. Dabei verschwieg der Gesetzgeber aber, dass er diese Vorschriften ebenfalls mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz reformiert und die Verjährungsfrist von sechs Monaten auf ein Jahr verlängert hat. Begründet wurde dies mit den Erfahrungen der letzten Jahre. Die Frist von sechs Monaten sei angesichts der Komplexität zahlreicher Sachverhalte vielfach nicht ausreichend, um die zur Vorbereitung der Geltendmachung eines Haftungsanspruchs erforderlichen Recherchen durchzuführen. Um zu vermeiden, dass Anleger gezwungen würden, vor einer umfassenden Klärung des Sachverhalts Klage zur Unterbrechung der Verjährung zu erheben, sei die Verlängerung der Verjährungsfrist auf ein Jahr geboten.¹²⁰⁾ Zu Recht wurde die Befürchtung geäußert, dass auch die einjährige Frist zu kurz sei, um eine umfassende Klärung des Sachverhalts herbeizuführen.¹²¹⁾

Im Zuge der Beratungen des AnSVG forderte der Bundesrat die Bundesregierung erneut auf, die Abschaffung der Sonderregelung der Verjährung in den § 37b Abs. 4 und § 37c Abs. 4 WpHG zu prüfen.¹²²⁾ Auch bei den Beratungen zum Gesetz zur Anpassung von Verjährungsvorschriften an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts wurde diese Forderung wiederholt.¹²³⁾ Im zweiten Entwurf des Kapitalmarktinformationhaftungsgesetzes (KapInHaG) vom 7.10.2004¹²⁴⁾ hat der Gesetzgeber entschieden, angesichts der vielen Erleichterungen, die der Entwurf für geschädigte Anleger vorsah, an der kurzen Verjährungsvorschrift festzuhalten. Der Gesetzentwurf wurde zurückgezogen.¹²⁵⁾

Die Verjährungsfrage wurde sodann im Zuge der Reform des Schuldverschreibungsrechts erneut aufgegriffen. Man schaffte § 37a WpHG ersatzlos ab.¹²⁶⁾ Im Gesetzgebungsverfahren hielt die Bundesregierung jedoch an ihrer Position zu den übrigen kapitalmarktrechtlichen Sonderverjährungsvorschriften fest.¹²⁷⁾ Im Mittelpunkt stand dabei das Argument, der Anleger genieße zahlreiche Beweiserleichterungen, während umgekehrt der Emittent rasch Rechtssicherheit benötige. Dieses Argument¹²⁸⁾ überzeugt nicht, weil es auch andere Bereiche des Rechts gibt (z. B. die der Produkthaftung), bei denen der Geschädigte Beweiserleichterungen genießt, ohne dass dies die Verjährung beeinflusst. Nimmt man beispielsweise die Beweiserleichterungen nach § 37b Abs. 2, § 37c Abs. 2 WpHG, so werden diese gerade nicht gewährt, um dem Anleger eine Wohltat zu erweisen, sondern weil ihm der Beweis interner Vorgänge beim Emittenten unmöglich ist. Wiederholt wurde auch der Hinweis auf die Schnelllebigkeit des Geschäftsverkehrs im Wertpapierbereich. Die Schnelllebigkeit als solche findet sich jedoch auch in anderen Bereichen des Wirtschaftsverkehrs. Trotzdem hat der Gesetzgeber diese Bereiche der allgemeinen Verjährung unterstellt. Der Hinweis der Bundes-

regierung, die Volatilität der Märkte nehme zu und die Bedeutung von Ad-hoc-Meldungen nehme rasch ab, sind Anzeichen für Probleme im Bereich der Kausalität und Schadensberechnung. Diese Probleme können aber bereits Tage nach der fehlerhaften Ad-hoc-Meldung auftreten. Sie werden durch eine kurze Verjährung also nicht gelöst. Eine kurze Verjährung wäre nur gerechtfertigt, wenn die Probleme im Bereich der Kausalität und Schadensberechnung gerade mit zunehmendem Zeitablauf größer würden. Betrachtet man die derzeit diskutierten Fallgestaltungen, treten die Schwierigkeiten im Bereich der Kausalität und der Schadensberechnung aber bereits innerhalb kurzer Zeit nach der Ad-hoc-Meldung auf und vergrößern sich nicht. Die Schwierigkeit, zwischen der fehlerhaften Preisbildung nach einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und allgemeinen Marktentwicklungen zu differenzieren, ist bereits innerhalb der ersten Monate nach der Ad-hoc-Meldung vorhanden und erfordert die Einholung eines Sachverständigengutachtens. Da die Marktdaten über vergangene Jahre weiterhin zugänglich sind, wird dessen Aufgabe mit Zeitablauf nicht schwerer. Eine überzeugende Begründung, warum die vom allgemeinen Verjährungsregime abweichende Verjährung in §§ 37b, 37c WpHG gerechtfertigt ist, blieb der Gesetzgeber also schuldig.

Nun plant der Gesetzgeber die Abschaffung der kurzen Sonderverjährung für Prospekthaftungsansprüche, die nach Inkraft-Treten des Gesetzes entstehen.¹²⁹⁾ Die § 46 BörsG, § 13a Abs. 5 VerkProspG sollen aufgehoben werden.¹³⁰⁾ Die Neuregelung erfasst nicht nur Prospekte am grauen, sondern auch solche am organisierten Kapitalmarkt. Als Begründung findet sich nur der knappe Hinweis, man gleiche die Verjährung an die allgemeinen Verjährungsvorschriften an.¹³¹⁾ Leider wurde übersehen, dass § 127 Abs. 5 InvG auch noch die kurze Verjährungsvorschrift für Prospekthaftungsansprüche enthält. Zu ihr schweigt der Diskussionsentwurf. Unbeachtet blieb auch, dass die kurze Verjährung in § 37b Abs. 4, § 37c Abs. 4 WpHG jeweils durch einen Hinweis auf die kurze börsenrechtliche Verjährung begründet wurde (s. o.). Wenn der Ge-

119) Dazu unten Text bei Fußn. 126.

120) RegE, BR-Drucks. 936/01, S. 230.

121) *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1477; s. auch *Zimmer*, in: Schwark (Fußn. 66), §§ 37b, 37c WpHG Rz. 97.

122) Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks. 15/3355, S. 3.

123) Stellungnahme des Bundesrates, BR-Drucks. 436/04 (Beschluss), S. 1 f.

124) Abgedruckt in NZG 2004, 1042 ff.

125) Einzelheiten bei *Sethe*, in: Assmann/Schneider (Fußn. 116), §§ 37b, 37c Rz. 26.

126) Art. 4 Nr. 5 des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung v. 31. 7. 2009, BGBl. I, 2512.

127) Referentenentwurf des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Anleihen und zur Anpassung kapitalmarktrechtlicher Verjährungsvorschriften v. 9. 5. 2008, ZBB 2008, 200, 202.

128) Hierzu und zum Folgenden bereits *Sethe*, in: Assmann/Schneider (Fußn. 116), §§ 37b, 37c Rz. 97.

129) S. o. Fußn. 114.

130) Ebenso Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. (Fußn. 55), Stellungnahme, S. 6. Grundsätzlich ablehnend Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme v. 28. 5. 2010, S. 6 ff., www.dai.de. Differenzierend dagegen Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 32.

131) Begr. DiskE, S. 50 f.

setzgeber konsequent sein will, sollte er nun auch diese Sonderverjährungen abschaffen.¹³²⁾

Zu Recht kritisiert wird ebenfalls die Regelung des § 44 Abs. 1 Satz 1 a. E. BörsG, wonach die Prospekthaftung voraussetzt, dass der Anleger die Vermögensanlage binnen sechs Monaten nach erstmaliger Veröffentlichung des Prospekts erworben haben muss. Diese Vorgabe ist schon bei Wertpapieremissionen zweifelhaft, wenn der Platzierungszeitraum länger als sechs Monate beträgt oder wenn die durch den Prospekt erzeugte Anlagestimmung länger andauert. Bei Produkten des grauen Kapitalmarkts passt sie häufig schon deshalb nicht, weil dort die Platzierungszeiten oft deutlich länger als sechs Monate sind. Daher sollte der Gesetzgeber die Regelung nachbessern oder ganz abschaffen.¹³³⁾

IV. Sicherstellung einer anlegergerechten Beratung

1. Informationsblatt

In der derzeitigen Praxis erhält der Anleger im Kontakt mit seinem Finanzintermediär eine Vielzahl von schriftlichen und mündlichen Informationen, die er als Laie nicht richtig bündeln und vergleichen kann. Um ihm dies zu erleichtern, schreibt der geplante § 31 Abs. 3 Sätze 4 bis 7 WpHG vor, dass dem Privatkunden ein Informationsblatt über das Anlageobjekt zur Verfügung zu stellen ist, das kurz und leicht verständlich zu sein hat.¹³⁴⁾ Handelt es sich bei der Finanzdienstleistung um eine Anlageberatung, muss für jedes Anlageobjekt, auf das sich die Beratung bezog, ein solches Blatt zur Verfügung gestellt werden. Der Anleger kann auf dieses Recht verzichten, wenn er zuvor über die Funktion des Informationsblatts belehrt wurde. Bei Investmentanteilen wird dieses Informationsblatt durch das Dokument nach Art. 78 der OGAW-Richtlinie ersetzt. Professionellen Kunden muss kein solches Blatt zur Verfügung gestellt werden (§ 31 Abs. 9 Satz 2 WpHG-E).¹³⁵⁾

Das dem Diskussionsentwurf zugrundegelegte Informationsmodell trägt dem Umstand Rechnung, dass Anleger mit der Lektüre aufwändiger Prospekte überfordert sind und oft Opfer eines „Informations-Overkills“ werden. Das Informationsblatt, dessen Einzelheiten in dem neu eingefügten § 5a WpDVerOV geregelt werden sollen und das auch elektronisch zur Verfügung gestellt werden darf,¹³⁶⁾ reduziert Komplexität und schafft Vergleichbarkeit. Dies ist im Grundsatz positiv zu beurteilen.

Gegen eine Regelung zum jetzigen Zeitpunkt spricht jedoch der Umstand, dass die EU-Kommission mit ihrer Initiative zu Produktinformationen bei Anlageprodukten für Privatanleger (sog. Packaged Retail Investment Products – PRIIPs) ein deutliches Signal gesetzt hat, dass diese Frage einer EU-weiten Lösung zugeführt werden soll.¹³⁷⁾ Vor diesem Hintergrund sollte Deutschland überlegen, ob man nicht diese Regelung abwartet.¹³⁸⁾ Daher wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Kritik der geplanten inhaltlichen Vorgaben des Informationsblatts verzichtet.¹³⁹⁾

Sofern der Gesetzgeber sich dennoch entschließt, schon jetzt gesetzliche Vorgaben für ein Informationsblatt zu erlassen, sollte er die Frage der Haftung für fehlerhafte Informations-

blätter mitregeln. Die Rechtsprechung geht davon aus, dass eine Produktinformation, die anlässlich einer Anlageberatung verwendet wird, regelmäßig bloßes Werbematerial darstellt, für deren Fehlerhaftigkeit der Ersteller nicht nach den Grundsätzen der Prospekthaftung in Anspruch genommen werden kann.¹⁴⁰⁾ Eine gesetzliche Regelung der Haftungsfrage oder zumindest eine Klarstellung in den Gesetzesmaterialien ist daher sinnvoll.¹⁴¹⁾

2. Transparenz hinsichtlich eines eingeschränkten Angebots

Der BGH hat festgestellt, dass es zulässig ist, wenn ein Finanzdienstleister nur Produkte aus dem eigenen Hause anbietet. Hierin allein liege noch keine Benachteiligung der Anleger oder ein Beratungsfehler.¹⁴²⁾ Der Gesetzgeber verpflichtet Anlageberater nun aber, das Vorhandensein eines eingeschränkten Produkt- oder Anlagespektrums oder die Bevorzugung bestimmter Produkte gegenüber dem Kunden offenzulegen (§ 5 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2a WpDVerOV)¹⁴³⁾. Dies ist sehr zu begrüßen, da gerade unerfahrene Anleger sich der Illusion hingeben, der Anlageberater berate sie umfassend.

3. Vorgaben für Anlageberater, Vertriebs- und Compliance-Beauftragte

3.1 Das Verbot der Empfehlung ungeeigneter Anlagen

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf seinen Kunden nur Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfehlen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind (§ 31 Abs. 4a WpHG-E).¹⁴⁴⁾ Dieses Verbot ist durch einen Ordnungswidrigkeitentatbestand sanktioniert (s. u. IV 5).

3.2 Registrierungs- und Sanktionsregime für Anlageberatung und Vertriebsvorgaben

Anlageberater und Personen, die in den Instituten Einfluss auf Vertriebsvorgaben nehmen, dürfen nur noch eingesetzt werden, wenn sie nachweislich sachkundig sind, über die für die

132) Ebenso das Gesamtkonzept zur Stärkung des Verbraucherschutzes bei Finanzdienstleistungen v. 16. 6. 2010, BT-Drucks. 17/2136, S. 5; Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 32 (zu § 127 Abs. 5 InvG, fälschlich als § 128 InvG bezeichnet).

133) Ebenso Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. (Fußn. 55), Stellungnahme, S. 6; Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 33.

134) Art. 1 Nr. 7 lit. a) DiskE.

135) Art. 1 Nr. 7 lit. c) DiskE.

136) Art. 9 Nr. 2 DiskE.

137) Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat „Anlageprodukte für Kleinanleger“ v. 30. 4. 2009, KOM(2009) 204 endgültig. Hinzuweisen ist auch auf die geplante Regelung zu den „wesentlichen Informationen für den Anleger“ (Key Investor Information), http://ec.europa.eu/internal_market/investment/investor_information_de.htm.

138) So die Forderung des Deutschen Aktieninstituts (Fußn. 130), S. 5.

139) Dazu aber ausführlich Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 33 ff.

140) Zuletzt OLG Karlsruhe ZIP 2010, 1036 = WM 2010, 1261, 1262 m. w. N.

141) Ebenso Verband Geschlossene Fonds e. V. (Fußn. 43), S. 35.

142) BGH ZIP 2007, 518 = WM 2007, 487 Rz. 21 = „Kickback II“.

143) Art. 9 Nr. 1 DiskE.

144) Art. 1 Nr. 7 lit. b) DiskE.

Tätigkeit nötige Zuverlässigkeit verfügen und in geordneten Vermögensverhältnissen leben (§ 34d Abs.1 Satz 1, Abs.2 Satz 1 WpHG-E).¹⁴⁵⁾ Gleiches gilt für den Compliance-Beauftragten (§ 34d Abs. 3 Satz 1 WpHG-E). Diejenigen Mitarbeiter, die in einem der drei genannten Bereiche eingesetzt werden, sind künftig der BaFin anzuzeigen (§ 34d Abs.1 Satz 2, Abs.2 Satz 2, Abs. 3 Satz 2 WpHG-E). Gleiches gilt für den Fall, dass sie ihre Tätigkeit in dem jeweiligen Bereich beenden. Die BaFin registriert sie in einer internen Datenbank (§ 34d Abs. 5 WpHG-E).¹⁴⁶⁾

Ergänzt werden soll die Regelung des § 34d WpHG-E durch eine „Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte und die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes“. ¹⁴⁷⁾ Diese legt im Detail fest, wie die Sachkunde, die Zuverlässigkeit und die geordneten Vermögensverhältnisse der genannten Mitarbeiter nachzuweisen sind. Aufgrund des hohen Detaillierungsgrades der Vorgaben in der Verordnung ist davon auszugehen, dass die BaFin an dieser Stelle sehr genau prüfen wird.

Durch die Registrierung soll dem Institut die Bedeutung der Mitarbeiterauswahl bei der Anlageberatung und die Wirkungen möglicher Vertriebsvorgaben vor Augen geführt werden.¹⁴⁸⁾

3.3 Sanktionen

Treten im Rahmen der Aufsichtstätigkeit der BaFin Defizite hinsichtlich der Einhaltung der Vorgaben des WpHG bei diesen Personen auf, darf die BaFin künftig Sanktionen aussprechen (§ 34d Abs. 4 WpHG-E). Bei wiederholten und nachhaltigen Verstößen kann sie dem Institut untersagen, die Person für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren im Zusammenhang mit der Anlageberatung einzusetzen. Unanfechtbare Anordnungen kann die BaFin auf ihrer Homepage veröffentlichen („Naming and Shaming“), es sei denn, die Veröffentlichung wäre geeignet, die Interessen des Unternehmens oder des Mitarbeiters zu schädigen. Die geplante Einschränkung des Tatbestands ist ungenau formuliert. Im Kern geht es um eine Güterabwägung zwischen den Interessen des Unternehmens und des Mitarbeiters einerseits, deren Interessen *immer* durch ein Naming und Shaming geschädigt werden, und den Interessen der Allgemeinheit an der Kenntnis der Vorgänge sowie dem Interesse an einer Generalprävention andererseits. Die Einschränkung sollte daher besser folgendermaßen formuliert werden: „[...] es sei denn, die Interessen des Unternehmens oder des Mitarbeiters überwiegen ausnahmsweise die Interessen der Allgemeinheit an der Kenntnis der Vorgänge und dem Interesse an einer Generalprävention.“

3.4 Organisatorische Vorgaben

Ergänzt wird die Regelung durch eine organisatorische Vorgabe. In § 33 Abs. 1 Satz 2 soll eine neue Nr. 3a eingefügt werden, wonach Vertriebsvorgaben so auszugestalten, umzusetzen und zu überwachen sind, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden.¹⁴⁹⁾ Dies ist entsprechend zu dokumentieren (§ 14 Abs. 3a WpDVerOV-E).¹⁵⁰⁾

3.5 Prüfung der Meldepflichten und Verhaltensregeln

Die BaFin soll nach § 36 Abs. 4 Satz 1 WpHG-E die Einhaltung der Meldepflichten und Verhaltensregeln nunmehr nicht nur „in Einzelfällen“, sondern „auch ohne besonderen Anlass“ prüfen dürfen.¹⁵¹⁾

3.6 Kritik

Betrachtet man die geplante Neuregelung, fällt wiederum auf, dass die Kontrolle im Wesentlichen über die Einhaltung von Formalien erfolgt. Es wird abstrakt-generell festgestellt, ob jemand ein tauglicher Anlageberater ist. Auf diese Weise lässt sich die Einhaltung der gesetzlichen Pflichten gegenüber dem Kunden jedoch allenfalls mittelbar kontrollieren. Daher muss der BaFin oder Verbraucherverbänden die Kompetenz zu stichprobenartigen „Testkäufen“ vor Ort eingeräumt werden. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse muss die BaFin verwenden dürfen (s. o. II 3.1).

4. Verbesserung der Compliance

Durch eine Änderung von § 12 WpDVerOV¹⁵²⁾ wird künftig sichergestellt, dass klare Zuständigkeitsverteilungen hinsichtlich der Compliance-Funktion herrschen und Mängel in der Compliance-Organisation rasch behoben werden. Zudem muss dem Compliance-Beauftragten bei konkreter Gefahr eines Schadenseintritts die Kompetenz zustehen, geeignete vorläufige Maßnahmen zu ergreifen, um eine Kundenschädigung abzuwenden.

5. Schaffung neuer Ordnungswidrigkeitstatbestände im WpHG

Die BaFin soll künftig bei einem Verstoß gegen das geplante Verbot der Empfehlung ungeeigneter Finanzinstrumente (§ 31 Abs. 4a WpHG-E)¹⁵³⁾ oder bei einem Verstoß gegen das in § 31d WpHG verankerte Gebot der Offenlegung von Provisionen Bußgelder verhängen können (§ 39 Abs. 2 Nr. 16a und 17a WpHG-E).¹⁵⁴⁾ Dies ist eine sinnvolle Ergänzung des Anlegerschutzes, da Institute damit auch in denjenigen Fällen Sanktionen befürchten müssen, in denen ein Anleger wegen der geringen Schadenssumme oder wegen Beweisschwierigkeiten von einer Klage absieht.

145) Art. 1 Nr. 9 DiskE.

146) Kritisch zur Ansiedlung des Registers bei der BaFin Verband Unabhängiger Finanzdienstleistungs-Unternehmen in Europa e. V. (Fußn. 55), Stellungnahme, S. 7; AFW – Bundesverband Finanzdienstleistung e. V. (Fußn. 29), S. 4.

147) Vgl. den ebenfalls am 3. 5. 2010 vorgelegten Diskussionsentwurf für eine Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte und die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes.

148) Begr. DiskE, S. 45.

149) Art. 1 Nr. 8 DiskE.

150) Art. 9 Nr. 4 DiskE.

151) Art. 1 Nr. 10 DiskE.

152) Art. 9 Nr. 3 DiskE.

153) Art. 1 Nr. 7 lit. b) DiskE.

154) Art. 1 Nr. 12 lit. a) ee) und ff) DiskE.

V. Fazit

1. Es ist zu begrüßen, dass der Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts nun überwacht werden soll. Dieses seit den 70er Jahren des letzten Jahrhunderts bestehende Anliegen war durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz von 2004 nicht gelöst worden. Allerdings betreibt der Gesetzgeber Etikettenschwindel. Wenn er jetzt endlich der Forderung nachgibt, den grauen Kapitalmarkt zu überwachen, hat dies nichts mit der Finanzkrise zu tun, denn diese wurde nicht im grauen Markt ausgelöst, sondern gerade von überwachten Marktteilnehmern.

2. Die Überwachung des grauen Kapitalmarkts sollte durch die BaFin und nicht durch die Gewerbeaufsicht erfolgen. Die Produkte des grauen Kapitalmarkts sind – anders als Versicherungen – nicht standardisiert und überwacht, so dass sich die Argumente, die für eine Gewerbeaufsicht bei Versicherungsvermittlern ins Feld geführt werden, gerade nicht auf den Vertrieb am grauen Kapitalmarkt übertragen lassen. Sinnvoll ist zudem die Regelung des grauen Kapitalmarkts in einem eigenen Abschnitt des WpHG, in dem die anzuwendenden Vorschriften des WpHG positiv aufgelistet werden. Die Ausnahmetatbestände für reine Fondsvermittler (§ 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG, § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG) sollten abgeschafft werden.

3. Der Gesetzgeber hat sich zu Recht von der Vorstellung verabschiedet, jeder Anleger sei in der Lage, eine Bilanz zu lesen. Dieses vom BGH geprägte Bild stimmte nie mit der Realität überein und ist durch europarechtliche Vorgaben auch längst überholt. Sinnvoll wäre es, wenn der Gesetzgeber positiv zu der Frage Stellung nimmt, von welchem Anlegerbild er ausgeht.

4. Die geplanten verschärften Angaben über die Gesellschafter, Initiatoren, Prospektverantwortlichen, Treuhänder, Mitglieder der Geschäftsführung oder des Vorstands, Aufsichtsgremien und Beiräte des Emittenten sind zu begrüßen und sollten bei deutschen Staatsangehörigen um die im Ausland ausgesprochenen Vorstrafen ergänzt werden.

5. Die Verschärfung der Regelung zu den weichen Kosten und hinsichtlich der Angaben über Gesellschafter, Initiatoren, Prospektverantwortliche und Treuhänder ist positiv zu beurteilen. Die jeweiligen Tatbestände sind jedoch zu eng formuliert, da sie den Fall nicht erfassen, dass einem Gesellschafter die Lizenz als Geschäftsleiter nach § 36 KWG entzogen wurde. Zudem sollten sie auch vergleichbare Sanktionen ausländischer Behörden aus anderen Mitglied- oder aus Drittstaaten erfassen.

6. Die Neuregelungen in Bezug auf Doppelstockkonstruktionen und Verflechtungen sind sinnvoll und erhöhen die Transparenz für Anleger in einem Bereich, in dem diese Hintergrundwissen benötigen. Gleiches gilt im Hinblick auf die verbesserten Angaben zum Anlageobjekt und zu den finanziellen Verhältnissen.

7. Anstelle der vorgesehenen Kohärenzprüfung durch die BaFin sollte für Prospekte des grauen Kapitalmarkts eine Prüfung nach dem Wirtschaftsprüferstandard IDW S4 zwingend vorgeschrieben werden. In diesem Fall ist eine § 323 Abs. 2 HGB vergleichbare Haftungsbegrenzung vorzusehen.

8. Die Abschaffung der Sonderverjährung für Prospekthafungsansprüche ist überzeugend und sollte auf § 127 Abs. 5 InvG und § 37b Abs. 4, § 37c Abs. 4 WpHG ausgedehnt werden. Die bislang für die kurze Verjährung ins Feld geführten Argumente überzeugten nicht. Ursache der bisherigen Sonderverjährungsvorschriften war geschickte Lobbyarbeit, denen der Gesetzgeber nicht ein weiteres Mal nachgeben sollte. Wenn eine Branche vehement die Beibehaltung einer Verjährungsvorschrift fordert, bei der die Verjährung extrem oft eintritt, bevor der Geschädigte überhaupt die Chance hat, den Schaden zu erkennen, muss dies nachdenklich stimmen. Aus diesem Grund sollte auch die in § 44 Abs. 1 Satz 1 a. E. BörsG vorgesehene Sechs-Monatsfrist angepasst oder abgeschafft werden.

9. Die Einführung eines Informationsblatts ist im Grundsatz sinnvoll, aber verfrüht. Entschließt sich der Gesetzgeber dennoch zur Einführung, sollte er die Frage der Haftung für fehlerhafte Informationsblätter nicht ungeregelt lassen.

10. Die geplante Verpflichtung der Anlageberater, das Vorhandensein eines eingeschränkten Produkt- oder Anlagespektrums oder die Bevorzugung bestimmter Produkte gegenüber dem Kunden offenzulegen, ist zu begrüßen.

11. Das vorgesehene Registrierungs- und Sanktionsregime für Anlageberatung und Vertriebsvorgaben ist im Grundsatz positiv zu bewerten. Die Einhaltung der gesetzlichen Pflichten gegenüber dem Kunden kann jedoch nicht allein durch ein Register überprüft werden. Vielmehr muss der BaFin oder Verbraucherverbänden die Kompetenz zu stichprobenartigen „Testkäufen“ vor Ort eingeräumt werden. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse muss die BaFin verwerten dürfen.

12. Die geplanten Ordnungswidrigkeitentatbestände bei Falschberatung und Verschweigen von Zuwendungen stellen sinnvolle Ergänzungen des Anlegerschutzes dar.