

Projektgruppe Anlegerschutz

der AG Wirtschaftlicher Verbraucherschutz in der Länderarbeitsgemeinschaft Verbraucherschutz (LAV)

**Bericht**

**über gesetzgeberische Maßnahmen zur**

**Verbesserung des Anlegerschutzes**

**Mai 2010**

## Gliederung

<b>I. Einleitung</b> .....	<b>3</b>
<b>II. Zusammenfassung</b> .....	<b>5</b>
<b>III. Gesetzgeberische Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes</b> .....	<b>8</b>
<b>1. Information, Beratung und Erwerb</b> .....	<b>8</b>
1.1 Produktinformation.....	8
1.1.1 Praxis / Ausgangslage.....	9
1.1.2 Bestehende Rechtslage.....	10
1.1.3 Analyse der geplanten Rechtssetzungsvorhaben .....	11
1.1.4 Folgerungen und Lösungen.....	12
1.2 Beratung und Aufklärung des Anlegers (einschl. Dokumentation).....	16
1.2.1 Praxis / Ausgangslage.....	16
1.2.2 Bestehende Rechtslage.....	17
1.2.3 Folgerungen und Lösungen.....	20
1.3 Die Offenlegung von Provisionen.....	22
1.3.1 Praxis / Ausgangslage.....	23
1.3.2 Bestehende Rechtslage.....	24
1.3.3 Folgerungen und Lösungen.....	26
1.4 Provisionsunabhängige Beratung .....	30
1.4.1 Praxis / Ausgangslage.....	31
1.4.2 Bestehende Rechtslage.....	32
1.4.3 Folgerungen und Lösungen.....	33
<b>2. Qualifikation und Zulassung</b> .....	<b>37</b>
2.1 Praxis / Ausgangslage .....	37
2.2 Bestehende Rechtslage .....	38
2.2.1 Versicherungsvermittlung .....	38
2.2.2 Qualifikationsanforderungen bei Finanzvermittlern und Finanzberatern.....	39
2.3 Folgerungen und Lösungen .....	40
2.3.1 Analyse geplanter Rechtssetzungsvorhaben .....	41
2.3.2 Folgerungen .....	41
<b>3. Anforderungen an Finanzprodukte und ihre Verwaltung</b> .....	<b>46</b>
3.1 Praxis / Ausgangslage .....	47
3.2 Bestehende Rechtslage.....	47
3.2.1 Zulassungspflicht und Zulassungsvoraussetzungen .....	48
3.2.2 Managementverantwortung.....	50
3.2.3 Sicherung des angelegten Kapitals .....	50
3.3 Folgerungen und Lösungen .....	50
3.3.1 Anforderungen an geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen .....	51
3.3.2 Anforderungen an Wertpapiere.....	52
3.3.3 Anforderungen an Investmentfonds .....	54
<b>4. Haftung und Rechtsdurchsetzung</b> .....	<b>55</b>
4.1 Haftung der Anlageberater .....	55
4.1.1 Praxis/Ausgangslage.....	56
4.1.2 Analyse der bestehenden Regelungen/Rechtsprechung zur Beweislast.....	56
4.1.3 Folgerungen und Lösungen.....	58
4.2 Haftung der Emittenten .....	59
4.2.1 Praxis/Ausgangslage.....	60
4.2.2 Analyse der bestehenden Regelungen .....	60
4.3 Rechtsdurchsetzung - Kapitalanleger-Musterverfahrens-Gesetz.....	64
4.3.1 Praxis / Ausgangslage .....	65
4.3.2 Bestehende Rechtslage.....	66

4.3.3 Folgerungen und Lösungen.....	67
<b>5. Aufsicht.....</b>	<b>69</b>
5.1. Praxis / Ausgangslage .....	71
5.2 Bestehende Rechtslage .....	73
5.3 Folgerungen und Lösungen .....	75
5.3.1 Stärkung der aufsichtsrechtlichen Aufgaben und Befugnisse zum Schutz der Anleger.....	76
5.3.3 Strukturelle Maßnahmen zur Verbesserung der Kooperation von Behörden und Verbraucherverbänden.....	78
<b>Anhang 1 Produktinformationsblatt.....</b>	<b>80</b>

## I. Einleitung

Auf Beschluss der Länderarbeitsgemeinschaft Verbraucherschutz vom 15./16.06.2009 wurde eine Projektgruppe mit dem Auftrag eingerichtet, auf Grundlage der Stellungnahme des Bundesrates vom 03.04.2009 (BR-Drs. 180/09 [B]) und unter Einbeziehung der Aktivitäten auf europäischer Ebene weitere gesetzgeberische Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes aktiv zu begleiten und, soweit erforderlich, eigene Lösungsvorschläge zu erarbeiten.

Mit Beschluss vom 16. Oktober 2009 erhielt die Projektgruppe auch von der Verbraucherschutzministerkonferenz (VSMK) den Auftrag, konkrete Lösungsvorschläge zur Verbesserung des Anlegerschutzes zu entwickeln und der VSMK vorzulegen. Die VSMK sah gemäß ihrem Beschluss vom 16. Oktober 2009 Handlungsbedarf insbesondere bei Produkten des Grauen Kapitalmarktes, der Qualifikation von Finanzberatern und -vermittlern, der Produktinformation, der Finanzaufsicht und der Förderung einer provisionsunabhängigen Beratung der Anleger.

Der von Bayern geleiteten Projektgruppe gehörten die Länder Baden-Württemberg, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz an. Die Arbeit der Projektgruppe wurde außerdem vom Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz begleitet, das an einzelnen Sitzungen der Projektgruppe teilnahm. Die Projektgruppe tagte am 25.08.2009, 28.10.2009, 17.12.2009 und 18.02.2010. Eine Schlussrunde, an der auch Vertreter der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, des Verbraucherzentrale Bundesverband und der Verbraucherzentrale Bayern teilnahmen, fand am 17.05.2010 statt.

Dem vorliegenden Bericht liegt eine systematische und produktübergreifende Untersuchung aller wesentlichen Aspekte, Schritte und Ebenen beim Vertrieb und Erwerb einer Kapitalan-

lage zugrunde. Dabei wurde eine Einteilung in folgende fünf Kernbereiche gewählt, die sich auch in den Kapiteln des Berichts widerspiegelt:

- Information, Beratung und Erwerb
- Zulassung und Qualifikation
- Anforderungen an Finanzanlagen (v.a. Grauer Kapitalmarkt)
- Haftung und Rechtsdurchsetzung (KapMuG)
- Aufsicht.

Untersucht wurden neben Wertpapieren im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapiere im engeren Sinne und Investmentfonds) vor allem Beteiligungen an geschlossenen Fonds, die als Produkte des sog. "Grauen Kapitalmarktes" besondere Aufmerksamkeit verdienen. Nicht Gegenstand des vorliegenden Berichts sind dagegen Anlagen in einzelne Sachwerte wie beispielsweise Immobilien oder Edelmetalle.

Ausgehend von einer Analyse der bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen und unter Einbeziehung der aktuellen gesetzgeberischen Aktivitäten insbesondere auf europäischer Ebene hat die Projektgruppe gesetzgeberische Lösungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes entwickelt. Aufgrund der zeitlichen Überschneidung konnte allerdings der Diskussionsentwurf des BMF vom (Stand 3. Mai 2010) nur teilweise und in Grundzügen berücksichtigt werden.

Im Mittelpunkt der Vorschläge der Projektgruppe steht die Einbeziehung bislang nur unzureichend geregelter Finanzinstrumente und Vertriebsformen in die anlegerschützenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, die damit zugleich von der staatlichen Finanzaufsicht erfasst würden. Auch sieht die Projektgruppe Verbesserungsbedarf bei einzelnen Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes wie beispielsweise zur Offenlegung von Provisionen und zum Beratungsprotokoll. Eine Zusammenfassung der Vorschläge der von der Projektgruppe entwickelten Vorschläge zur Stärkung des Anlegerschutzes findet sich in Kapitel II. Bei der Bewertung der Regelungsdefizite und Auswahl der Maßnahmen wurden insbesondere Erfahrungen und Einschätzungen der Verbraucherverbände und der richterlichen Praxis berücksichtigt.

Der Bericht und die darin dargestellten Lösungsansätze verstehen sich als fachlicher Beitrag zur Konkretisierung der verbraucherpolitischen Forderungen nach Verbesserungen beim Anlegerschutz. Die in dem Bericht enthaltenen Vorschläge für gesetzgeberische Maßnah-

men können als Grundlage sowohl für Stellungnahmen zu Gesetzentwürfen als auch für eigene verbraucherpolitische Initiativen der Länder verwendet werden.

Die Bundesregierung hat für Sommer 2010 einen Gesetzesentwurf zur Regulierung des Grauen Kapitalmarktes angekündigt. Ein Diskussionsentwurf des BMF hierzu liegt bereits vor. Vor diesem Hintergrund hält es die Projektgruppe für angezeigt, den Bericht der VSMK bereits vor der Sitzung am 16. und 17. September 2010 im Umlaufverfahren vorzulegen.

## II. Zusammenfassung

Die von der Projektgruppe vorgeschlagenen Empfehlungen zur Stärkung des Anlegerschutzes gehen deutlich über die im Diskussionsentwurf des BMF enthaltenen Gesetzesänderungen hinaus. Der Diskussionsentwurf des BMF konzentriert sich vor allem auf die Einführung eines Produktinformationsblattes, die Einbeziehung des Vertriebs von geschlossenen Fonds in das Wertpapierhandelsgesetz und Kreditwesengesetz sowie Anforderungen an die Sachkunde von Anlageberatern. Wichtige Aspekte wie beispielsweise Beweiserleichterungen bei der Haftung, die Einführung einer Berufshaftpflicht oder die Stärkung der Finanzaufsicht bleiben unberücksichtigt. Auch ist bereits nach einer ersten Analyse des Diskussionsentwurfs festzustellen, dass einige der dort vorgeschlagenen Regelungen hinter den Empfehlungen der Projektgruppe zurückbleiben, die diese für das Produktinformationsblatt, die Qualifikationsanforderungen für Anlageberater und -vermittler und den Grauen Kapitalmarkt erarbeitet hat.

Für die Projektgruppe stellt die Erstreckung der Wohlverhaltens- und Informationspflichten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) auf den Vertrieb von Produkten des Grauen Kapitalmarktes und den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds einen zentralen Baustein für eine tragfähige Architektur eines modernen Anlegerschutzrechts dar. Mit einer Einbeziehung der genannten Produkte und Vertriebswege in das WpHG würde zugleich eine große Lücke in der behördlichen Finanzaufsicht geschlossen.

Die Projektgruppe ist weiter der Auffassung, dass auch die bestehenden Wohlverhaltens- und Informationspflichten des WpHG überprüft und verbessert werden müssen. Dies gilt namentlich für die Anforderungen an die Offenlegung von Provisionen in § 31d WpHG, die im Rahmen der gemeinschaftsrechtlichen Spielräume präzisiert werden müssen. Soweit auf

nationaler Ebene nicht möglich, wären die bestehenden Ausnahmen von der Offenlegungspflicht auf europäischer Ebene durch entsprechende Änderungen der Durchführungsbestimmungen zur MiFID einzuschränken. Eine konsequente Offenlegung von Provisionen ist außerdem Voraussetzung für gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen provisions- und honorargestützter Beratung. Einen Sonderstatus für Honorarberater im Sinne eines eigenständigen Berufsbildes hält die Projektgruppe dagegen nicht für zielführend.

Beim Produktinformationsblatt spricht sich die Projektgruppe für eine verbindliche Vorgabe des Gesetzgebers mit weitgehend standardisierten Antwortmöglichkeiten aus. Insbesondere wegen der Überschneidungen mit europäischen Vorgaben sieht die Projektgruppe Handlungsbedarf und -spielräume vorwiegend auf EU-Ebene. Der vom BMF im Diskussionsentwurf vom 3. Mai 2010 gewählte Ansatz, die Vertriebsebene, d.h. Anlageberater und -vermittler, mit der Erstellung der Informationsblätter zu verpflichten, kann gleichwohl als Übergangslösung bis zu einer kohärenten gemeinschaftsrechtlichen Regelung mitgetragen werden.

Verbesserungsbedarf wird weiter beim Beratungsprotokoll gesehen, das seit 1. Januar 2010 verpflichtend ist. Die Pflichtangaben des Beratungsprotokolls sollten u.a. um Angaben zu Kosten und Provisionen ergänzt werden. Auch schlägt die Projektgruppe eine gesetzlich geregelte Umkehr der Beweislast vor, wenn das Beratungsprotokoll nicht, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig erstellt und vorgelegt wurde.

Zur Gewährleistung einer hohen Qualität von Finanzdienstleistungen schlägt die Projektgruppe ein einheitliches Zulassungsverfahren für alle Berater und Vermittler (z.B. nach § 32 KWG) vor. Neben dem Nachweis der Zuverlässigkeit sollen künftig auch ein Qualifikationsnachweis und der Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung verlangt werden. Der Qualifikationsnachweis soll nach den Vorstellungen der Projektgruppe für jeden einzelnen Berater und Anleger vorgeschrieben und nicht auf die Leitungsebene beschränkt sein. Während auf eine Unterscheidung zwischen einzelnen Anlageformen und Vertriebswegen verzichtet wird, sollte hinsichtlich des Anforderungsniveaus zwischen der Beschäftigten- und der Leitungsebene differenziert werden. Als Mindeststandard sieht die Projektgruppe den von der IHK angebotenen Abschluss des Fachberaters für Finanzdienstleistungen als grundsätzlich geeigneten Orientierungsmaßstab an.

Zum Schutz vor wirtschaftlichen Verlusten sieht die Projektgruppe außerdem die Notwendigkeit, die materiellen Anforderungen an Finanzinstrumente zu überprüfen. Im Mittelpunkt ste-

hen dabei geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen. Hier empfiehlt die Projektgruppe eine Orientierung an den gesetzlichen Vorgaben, die für Investmentfonds bestehen. Neben einer Zulassungspflicht für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen i.S.v. § 8f VerkProspG werden Anforderungen an die Mindestkapitalausstattung, Geschäftsführung, Rechnungslegung und Beteiligungs- und Kontrollrechte der Anleger vorgeschlagen.

Die Anordnungsbefugnis der BaFin zur Untersagung bestimmter Produkte im Einzelfall sollte durch eine anlegerbezogene Erweiterung des Missstandsbegriffs in § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG gestärkt werden. Zu prüfen wäre außerdem eine Erweiterung der Befugnis zur Veröffentlichung von Verstößen und zur Information über bestimmte Risiken. Die Verbraucherschützende Ausrichtung der Finanzaufsicht sollte im Übrigen durch ein Prüf- und Beschwerderecht der Verbraucherverbände sowie ihre stärkere Einbindung in die Gremien der Finanzaufsicht unterstützt werden.

Auch im Bereich der Haftung erkennt die Projektgruppe Verbesserungsbedarf. Neben der bereits erwähnten Beweislastumkehr bei nicht ordnungsgemäßer Vorlage und Erstellung des Beratungsprotokolls stehen die spezialgesetzlichen Vorschriften zur Prospekthaftung im Fokus. Vorgeschlagen wird zum einen eine Erstreckung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung auf sog. Prospektbegleiter, d.h. Personen, die z.B. als Wirtschaftsprüfer maßgeblich zur Unrichtigkeit des Prospekts beigetragen haben. Zum anderen sollten die Haftungstatbestände, wengleich ohne erleichterten Kausalitätsnachweis, auch für einen Erwerb einer Anlage nach dem 6-Monats-Zeitraum gelten. Darüber hinaus wird es für sinnvoll gehalten, die Vorschriften für fehlerhafte Ad-hoc-Kapitalmarktinformationen um spezialgesetzliche Haftungstatbestände für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen zu ergänzen, die wie beispielsweise Jahres- und Halbjahresberichte regelmäßig veröffentlicht werden. Zudem sollten die Sonderverjährungsfristen in § 37 b Abs. 4 und § 37 c Abs. 4 WpHG, § 46 BörsG, § 13a Abs. 5 VerkProspG und § 127 Abs. 5 InvG gestrichen werden.

Die Vorschläge und ihre Hintergründe werden im folgenden Kapitel III. näher erläutert.

### **III. Gesetzgeberische Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes**

#### **1. Information, Beratung und Erwerb**

Finanzanlagen sind mit Unwägbarkeiten verbunden. Gleichwohl können die wirtschaftlichen Verluste von Anlegern verringert werden, wenn vor dem Erwerb der Anlage eine adäquate Information und Beratung erfolgt, bei der das Wohl des Anlegers im Mittelpunkt steht. Der Abschnitt "Information, Beratung und Erwerb" befasst sich mit folgenden Aspekten: Produktinformation (1.1), Beratung und Aufklärung (1.2), Offenlegung von Provisionen (1.3), provisiionsunabhängige Beratung (1.4).

##### **1.1 Produktinformation**

Unter dem Begriff der Produktinformation werden in erster Linie die vom Emittenten einer Anlage zur Verfügung gestellten Informationen verstanden. Dies schließt allerdings nicht aus, dass auch der Anlageberater oder -vermittler Produktinformationen erstellt. Zu beachten ist, dass die Produktinformation neben die Beratung und ein allfälliges Beratungsprotokoll tritt, diese daher weder ersetzt noch von ihnen ersetzt wird.

Bei Wertpapieren und Fonds werden die Produktinformationen vom Emittenten grundsätzlich in Form eines sog. "Verkaufsprospekts" veröffentlicht, dem eine Zusammenfassung bzw. vereinfachte Fassung beizugeben ist. Auch wenn sich die Produktinformationen in erster Linie an die Anleger richten, ist ihre Bedeutung für Anlageberater und -vermittler nicht zu übersehen.

Die Produktinformationen müssen, um ihren Zweck zu erfüllen, so aufbereitet sein, dass die Anleger sie tatsächlich aufnehmen und verstehen. Sie müssen alle für die Kaufentscheidung, insbesondere für eine Risikoeinschätzung und Renditebeurteilung relevanten Angaben enthalten. Die Informationen müssen dabei inhaltlich richtig, vollständig und auf aktuellem Stand sein. Diese Forderungen gelten auch mit Blick auf die Berater und Vermittler, da auch für sie die Produktinformation des Emittenten eine sehr wesentliche Informationsquelle darstellt und damit die Grundlage für eine anlage- und anlegergerechte Beratung oder Auskunft bildet.



## Empfehlung der Projektgruppe

- verpflichtendes Produktinformationsblatt
- weitgehend standardisierte Antwortmöglichkeiten
- einheitlich für alle Anlageformen (ohne Versicherungen und Bausparverträge)
- zweiteilig aufgebaut (Emittent/Vertrieb)
- vorzugsweise Einführung durch EU, Übergangslösung auf nationaler Ebene
- Beispiel zur Umsetzung in Anhang 1

### 1.1.1 Praxis / Ausgangslage

Finanzdienstleister und Anleger sind sich darin einig, dass die derzeit zur Verfügung gestellten Informationen häufig zu umfangreich sind und ihren Informationszweck verfehlen. In der Tat umfassen nicht wenige der veröffentlichten Verkaufsprospekte hundert oder mehr Seiten. Hinzu kommt, dass bei Nichtdividendenwerten wie beispielsweise Zertifikaten oder Optionen die Informationen auf zwei Dokumente verteilt werden können, den Basisprospekt sowie die sog. "endgültigen Bedingungen". Bei Dividendenwerten ist es außerdem möglich, den Prospekt aus Einzeldokumenten zusammensetzen oder einzelne Angaben durch Verweisung auf bestimmte andere Dokumente zu ersetzen. Daneben werden Anlageprodukte mit sog. "Fact Sheets" beworben, die auf zwei bis drei Seiten die wesentlichen Eigenschaften und Risiken der Anlage beschreiben.

Anleger sind häufig weder in der Lage noch bereit, die umfangreichen Informationsmaterialien sorgfältig durchzulesen und die für sie wesentlichen Angaben herauszufiltern. Die Informationen sind nicht zuletzt auch wegen der Komplexität, zahlreicher Anglizismen und unscharfer Begrifflichkeiten nicht immer ohne Weiteres verständlich.

Andererseits sehen Emittenten, Berater und Vermittler die Notwendigkeit, ihre Haftungsrisiken durch möglichst umfangreiche Informationen zu minimieren. Auch sind Produktinformationen naturgemäß absatzorientiert, so dass die Gesamtdarstellung des Anlageproduktes stets wohlwollend ausfallen muss. Letzteres gilt vor allem für die sog. "Fact Sheets".

Das BMELV hat im Sommer 2009 ein Produktinformationsblatt entwickelt und sich dafür eingesetzt, dass die Anbieter entsprechende Produktinformationsblätter einführen. Nach eini-

gem Zögern haben inzwischen einige Banken und nachfolgend die Bankenverbände begonnen, Muster für Produktinformationsblätter zu entwickeln. Bislang konnten sich die Institute und Verbände allerdings noch nicht auf ein einheitliches Muster einigen, zumal gerade die Emittenten, z.B. die Emittenten von Derivaten oder Kapitalanlagegesellschaften (Investmentfonds), offenbar eigene Lösungsansätze verfolgen. Außerdem weisen die entwickelten Muster zum Teil nicht unerhebliche Abweichungen auf. Insbesondere fällt auf, dass einige Muster eine Risikobewertung nach Zahlenstufen vorsehen, während andere auf eine solche verzichten. Unklar ist außerdem, ob die entwickelten Muster für alle Kapitalanlagen anwendbar sein sollen oder nur für die Anlagenkategorie konzipiert ist, die in den jeweiligen Musterbeispielen dargestellt ist.

## 1.1.2 Bestehende Rechtslage

Die bestehenden Regelungen zu Produktinformationen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie zwischen den Anlageprodukten unterscheiden und hinsichtlich Umfang, Gestaltung und Inhalten den Unternehmen große Freiräume belassen. Sieht man von der allgemeinen Pflicht der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 31 Abs. 3 WpHG ab, Kunden rechtzeitig und in verständlicher Form die für eine Risikobeurteilung und vernünftige Auswahlentscheidung notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen, richten sich die Vorschriften zu Produktinformationen an die Emittenten.

Für einen Großteil der öffentlich angebotenen Anlagen besteht aufgrund der Vorschriften des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG - für Wertpapiere im Sinne von § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG), des Investmentgesetzes (InvG - für Investmentfonds) oder des Verkaufsprospektgesetzes (VerkProspG - für geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen) die Verpflichtung der Emittenten, einen sog. Prospekt zu veröffentlichen. Von der Prospektspflicht ausgenommen sind beispielsweise Wertpapiere und geschlossene Fonds, wenn sie nur qualifizierten Anlegern oder einem kleinen Kreis von Anlegern angeboten werden. Neben dem ausführlichen Prospekt ist für Wertpapiere und Investmentfonds eine für den Anleger verständliche Zusammenfassung der wesentlichen Merkmale und Risiken vorgeschrieben (im InvG als vereinfachter Prospekt bezeichnet), bei Verkaufsprospekten nach dem VerkProspG sind gem. § 2 Abs. 2 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV) die mit der Anlage verbundenen Risiken in einem gesonderten Abschnitt darzustellen.

Die Prospekte bzw. Verkaufsprospekte sind bei der BaFin zu hinterlegen (§ 14 WpPG, § 42 Abs. 6 InvG, § 8i VerkProspG). Die Veröffentlichung von Verkaufsprospekten für Wertpapie-

re im Sinne des WpPG und Vermögensanlagen im Sinne des VerkProspG bedarf der vorherigen Erlaubnis bzw. Gestattung der BaFin. Die Prüfung durch die BaFin beschränkt sich im Wesentlichen auf die formale Erfüllung der gesetzlichen Anforderungen, die Richtigkeit der in den Prospekten enthaltenen Angaben wird dagegen nicht überprüft. Allerdings schließt § 13 WpPG auch eine Prüfung der Kohärenz und Vollständigkeit des Verkaufsprospekts vor seiner Billigung ein.

Bei Unrichtigkeit und Unvollständigkeit der Prospektangaben haften die Ersteller im Rahmen der sog. gesetzlichen Prospekthaftung nach § 44 Börsengesetz (BörsG) gegebenenfalls i.V.m. § 13 VerkProspG bzw. nach § 127 InvG (Ersatz des negativen Interesses - d.h. Rücknahme gegen Erstattung des bezahlten Preises). Fehlt der nach VerkProspG vorgeschriebene Prospekt, so haftet der Anbieter ebenfalls (siehe auch § 13a VerkProspG). Die Haftungstatbestände unterliegen bestimmten Beschränkungen (siehe hierzu III. Nr. 4).

### **1.1.3 Analyse der geplanten Rechtssetzungsvorhaben**

Der Koalitionsvertrag der Bundesregierung enthält die allgemein gefasste Forderung, dass *"die Kunden die wesentlichen Bestandteile einer Kapitalanlage, sämtliche Kosten und Provisionen einschließlich Rückvergütungen schnell erkennen können"*.

Der Diskussionsentwurf des BMF (Stand 3. Mai 2010) sieht die Einführung eines "kurzen und leicht verständlichen Informationsblattes für jedes Finanzinstrument" in § 31 Abs. 3 WpHG-neu vor. In § 5a WpDVerOV-neu sollen die Anforderungen konkretisiert werden. Unter anderem wird der Umfang auf zwei DIN A4 Seiten begrenzt. Die Pflicht zur Vorlage eines kurzen Informationsblattes gilt für die Vertriebs-, nicht dagegen für die Emittentenebene, und nimmt im Übrigen Investmentfonds aus.

Rechtssetzungsvorhaben sind außerdem auf Ebene der EU zu beobachten.

Die Europäische Kommission bereitet derzeit eine Durchführungsbestimmung zur neugefassten OGAW-Richtlinie vor, in der ein Produktinformationsblatt für Investmentfonds vorgeschrieben werden soll. Das sogenannte "Key Information Document" (KID) wird, wenn die Kommission dem Gutachten des Europäischen Wertpapierausschusses vom Februar 2008 folgt, voraussichtlich auf zwei Seiten die für eine Anlageentscheidung notwendigen Kerninformationen enthalten und die bislang vorgeschriebene Prospektzusammenfassung erset-

zen. Auf ein Formblatt mit einer standardisierten Antwortauswahl wird mit Rücksicht auf Produktinnovationen wohl verzichtet werden.

Für "klassische" Wertpapiere soll mit dem Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission vom 23.09.2009 (KOM (2009) 491) die bisherige Prospektzusammenfassung künftig auch an dem Ziel ausgerichtet werden, dem Anleger eine fundierte Anlageentscheidung und einen Vergleich mit anderen Anlageprodukten zu ermöglichen. Die Vorgaben an die Gestaltung des Prospektes bzw. der Zusammenfassung gegenüber der bestehenden Rechtslage wurden jedoch nicht wesentlich konkretisiert. Der Bundesrat hat mit Beschluss vom 06.11.2009 die Bundesregierung gebeten, sich für die Verankerung eines standardisierten Produktinformationsblatts in Art. 5 der Prospekt-Richtlinie einzusetzen (BR-Drs. 747/09). Beim aktuellen Stand der Verhandlungen im Rat erscheint allerdings ungewiss, ob sich das Anliegen des Bundesrates durchsetzen wird.

Während die Regelungen zur Produktinformation in der Prospektrichtlinie und der OGAW-Richtlinie im Wesentlichen die Emittenten betreffen, ist noch unklar, welchen Adressaten die Europäische Kommission bei ihrer Ankündigung eines "horizontalen Instruments" in der Mitteilung KOM 2009 (204) vom 29.04.2009 im Blick hatte. Auch lässt die Mitteilung zu PRIPs (Packaged Retail Investment Products) zwar das Ziel einer vereinfachten Produktinformation erkennen, jedoch bleibt das Verhältnis zu den laufenden Rechtssetzungsverfahren im Bereich der Wertpapiere und Investmentfonds offen.

## **1.1.4 Folgerungen und Lösungen**

### **a) Notwendigkeit einer gesetzgeberischen Lösung**

Die bestehenden Vorschriften über Produktinformationen für Wertpapiere, Investmentfonds und sonstige Vermögensanlagen (Beteiligungen) sind nicht geeignet, eine verständliche und knappe Darstellung aller für eine Anlageentscheidung notwendigen Informationen zu gewährleisten. Dies gilt auch für die gesetzlich vorgeschriebenen Prospektzusammenfassungen oder vereinfachten Verkaufsprospekte. Selbst die Vorschriften zum Produktinformationsblatt für Versicherungen haben dieses Ziel nur bedingt erreicht. Den genannten Vorschriften ist zueigen, dass sie den Verpflichteten große Spielräume bei der Gestaltung der vereinfachten bzw. zusammengefassten Produktinformation belassen. Hinzu kommt bei Wertpapieren die Möglichkeit der Verweisung und Aufteilung der Produktinformation auf mehrere Dokumente, die die Informationsaufnahme erschwert.

Die Projektgruppe ist außerdem der Auffassung, dass die Bemühungen der Finanzwirtschaft um die Einführung von Produktinformationsblättern bislang eine gesetzliche Regelung nicht ersetzen können. Denn es ist weder absehbar, dass alle Emittenten und Anbieter in naher Zeit überhaupt ein Produktinformationsblatt einführen, noch erscheint eine Einigung auf einen einheitlichen, produktübergreifenden Standard zum jetzigen Zeitpunkt wahrscheinlich.

Auch das seit 1. Januar 2010 für Anlageberatungen durch Wertpapierhandelsunternehmen vorgeschriebene Beratungsprotokoll kann als *ex post* Dokumentation der Beratung ein Produktinformationsblatt nicht ersetzen, das seine Wirkung grundsätzlich bereits vor der Anlageberatung entfalten soll.

Die Projektgruppe ist daher der Meinung, dass nur mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Erstellung eines Produktinformationsblattes dem Informationswahrnehmungsdefizit wirksam begegnet werden kann. Sie ist sich dabei bewusst, dass Anlageentscheidungen nur zu einem gewissen Grad durch schriftliche Informationen geleitet werden. Empfehlungen des Beraters oder von Bekannten des Anlegers spielen für die Anlageentscheidung häufig eine sehr maßgebliche Rolle. Die Projektgruppe ist sich auch bewusst, dass Finanzdienstleister weiterhin zur Vermeidung von Haftungsrisiken umfangreiche Produkt- und Vertragsinformationen erstellen werden (weder die vertraglichen Schadensersatzansprüche noch die Prospekthaftung stehen zur Disposition).

Gleichwohl wird die Möglichkeit und Notwendigkeit gesehen, die Informationsflut durch geeignete gesetzgeberische Maßnahmen zu "kanalisieren". Die Projektgruppe begrüßt es daher grundsätzlich, dass der Diskussionsentwurf des BMF die Einführung eines Produktinformationsblattes vorsieht.

## **b) Anforderungen an ein Produktinformationsblatt**

Voraussetzung für eine effektive Verbesserung der Informationsvermittlung durch ein gesetzlich geregeltes Produktinformationsblatt ist, dass die Vorgaben für die Gestaltung des Produktinformationsblattes sehr präzise gefasst werden. Anzustreben ist im Ergebnis ein standardisiertes Formblatt, bei dem die Inhalte durch vorgefertigte Antwortmöglichkeiten weitgehend vorgegeben sind. In der Projektgruppe wurde intensiv diskutiert, ob für die Risikoeinstufung eine Skalierung nach Zahlenwerten (z.B. von 1 = sehr gering bis 5 = sehr hoch) vorgegeben werden soll. Für eine Risikoeinstufung nach Zahlenwerten spricht, dass sie gegenüber einer lediglich qualitativen Beschreibung von Risiken eine deutliche größere Aussagekraft besitzt. Der Anleger ist darauf angewiesen, dass die mit der empfohlenen Anlage ver-

bundenen Risiken nicht nur beschrieben, sondern auch hinsichtlich ihrer Größe und Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtet und eingeschätzt werden. Insbesondere von Seiten der Verbraucherverbände wird allerdings befürchtet, dass eine zahlenmäßige Risikoeinstufung eine falsche Sicherheit vermittelt. Die Projektgruppe sieht sich im Rahmen der ihr zur Verfügung stehenden Kapazitäten nicht in der Lage, hinreichend präzise und für alle Anlageprodukte geeignete Kriterien zur Risikoeinstufung zu entwickeln. Daher wurde in dem von der Projektgruppe erarbeiteten Muster-Produktinformationsblatt (siehe Anhang 1) vorerst auf eine Risikoeinstufung verzichtet, soweit es sich nicht um Investmentfonds handelt. Für Investmentfonds wurde dagegen auf europäischer Ebene bereits eine siebenstellige Skala mit Einstufungskriterien entwickelt, die möglicherweise in der Durchführungsrichtlinie zur O-GAW-Richtlinie übernommen wird.

Durch die Vorgabe bestimmter Antwortmöglichkeiten wird nicht nur gewährleistet, dass die Informationen verständlich sind, sondern auch dass sie vergleichbar sind. Außerdem hat eine Vorgabe von Antwortmöglichkeiten durch den Gesetzgeber den Vorteil, dass ein Haftungsrisiko wegen unvollständiger Angaben praktisch ausgeschlossen werden kann (zumindest für den Emittenten). Damit wird auch im Interesse der Finanzdienstleister die Rechtssicherheit erhöht.

Das Produktinformationsblatt sollte sich aus zwei Teilen zusammensetzen. Die wesentlichen Produktinformationen würden entsprechend der Verantwortung für die Erstellung des Prospekts bzw. Verkaufsprospekts vom Emittenten bereitgestellt, während in einem gesonderten Abschnitt das Finanzdienstleistungsunternehmen die vertriebsbezogenen Kosten angibt. Dabei müsste allerdings gewährleistet werden, dass das Produktinformationsblatt bereits vor der Beratung und vor dem Erwerbsvorgang verfügbar und zugänglich ist (z.B. im Internet). Nur so wird der Anleger in die Lage versetzt, sich vorab einen Überblick über die angebotenen Finanzprodukte zu verschaffen. Außerdem müsste dafür gesorgt werden, dass die Angaben des Emittenten schreibgeschützt sind und von Dritten nicht mehr verändert werden können.

Die Projektgruppe spricht sich auch für ein Produktinformationsblatt aus, das einheitlich für alle Anlageprodukte mit Ausnahme von Versicherungen verwendet werden kann. Der Ansatz eines einheitlichen Produktinformationsblattes ist sowohl für den Anleger als auch für den Emittenten vorteilhaft. Für den Anleger wird damit die Voraussetzung eines Produktkategorien übergreifenden Vergleichs geschaffen, während sich der Aufwand des Emittenten verringert.

Ein Entwurf für die Gestaltung eines Produktinformationsblattes, das die von der Projektgruppe entwickelten Anforderungen umsetzt, findet sich in Anhang 1. Dabei ist zu beachten, dass die vorgegebenen Antwortmöglichkeiten keinen abschließenden Regelungsvorschlag darstellen, sondern in einzelnen Punkten noch Präzisierungen und Ergänzungen erforderlich sein können.

Die im Diskussionsentwurf des BMF vorgesehenen Regelungen für ein Produktinformationsblatt erfüllen nicht die Anforderungen, die die Projektgruppe an ein Produktinformationsblatt stellt. Die in § 5a-neu Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) vorgeschlagenen Vorgaben an das Produktinformationsblatt sind abgesehen von der Begrenzung des Umfangs auf zwei DIN A4 Seiten sehr allgemein gefasst. Den Wertpapierdienstleistungsunternehmen steht es beispielsweise frei, ob sie Angaben zu Schwankungen des Kurs- oder Referenzwerts aufnehmen, eine Risikoeinstufung nach Zahlenwerten vornehmen oder mit welchen Begrifflichkeiten sie die Funktionsweise und die Risiken der Anlageprodukte beschreiben. Der Diskussionsentwurf gewährleistet damit keine Einheitlichkeit der Inhalte und Gestaltung, die jedoch als Voraussetzung für eine Vergleichbarkeit der Angebote angesehen wird.

Dem Ziel der Einheitlichkeit ebenfalls nicht dienlich ist, dass Investmentfonds von der Regelung ausgenommen werden sollen, da insoweit die Produktinformation nach den europäischen Vorgaben der OGAW-Richtlinie und der hierzu erwarteten Durchführungsbestimmung zu erstellen sein wird.

Kritisch bewertet wird von der Projektgruppe außerdem die vom BMF vorgesehene Möglichkeit, dass der Anleger auf das Informationsblatt verzichten kann.

### **c) Möglichkeiten des nationalen oder europäischen Gesetzgebers**

Durch die bestehenden europarechtlichen Vorgaben sind die Spielräume für die nationale Gesetzgebung im Bereich von Wertpapieren im engeren Sinne und Investmentfonds begrenzt. Dem nationalen Gesetzgeber verbleiben aufgrund der bestehenden oder zu erwartenden Vorschriften der EU nur im Bereich der geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen, die nicht unter das InvG bzw. die OGAW-Richtlinie fallen, substantielle Regelungsspielräume zur Einführung eines Produktinformationsblattes. Auch eine Abweichung von den bestehenden Vorgaben zu Verkaufsprospekten durch eine Verlagerung auf die Vertriebs-ebene, wie sie im Diskussionsentwurf des BMF vorgeschlagen wird, erscheint gemeinschaftsrechtlich nicht unproblematisch. Nicht ohne Grund nimmt der Diskussionsentwurf zumindest Investmentfonds von der beabsichtigten Regelung zum Produktinformationsblatt in §

31 Abs. 3 WpHG-neu aus. Die Projektgruppe ist daher der Auffassung, dass die Einführung eines standardisierten Produktinformationsblattes vorzugsweise auf europäischer Ebene erfolgen sollte.

Gleichwohl betrachtet die Projektgruppe den Ansatz des BMF, ein Informationsblatt auf Vertriebsebene durch innerstaatliche Regelung einzuführen, als eine geeignete Übergangslösung bis zu einer umfassenden und kohärenten Regelung auf europäischer Ebene.

## **1.2 Beratung und Aufklärung des Anlegers (einschl. Dokumentation)**

Da auch ein in finanziellen Dingen kundiger Anleger nicht den Überblick über den Finanzmarkt und seine aktuellen Entwicklungen haben kann, gerade bei neuen Finanzprodukten mit deren Funktionsweise möglicherweise nicht vertraut ist und vor allem Risiken oftmals nur schwer einschätzen kann, ist er auf eine fachkundige, an seinen Interessen orientierte Beratung und Aufklärung angewiesen. Dies gilt umso mehr für Anleger, die nur über eine durchschnittliche Finanzkompetenz verfügen.

### **Empfehlung der Projektgruppe**

- Geltung der Aufklärungs- und Beratungspflichten nach §§ 31 ff. WpHG für alle Anlageprodukte
- Streichung der Ausnahme für den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds und Öffnung des WpHG für Produkte des Grauen Kapitalmarkts
- Erweiterung der Pflichtinhalte des Beratungsprotokolls (z.B. Kosten, Information über Provisionen)

### **1.2.1 Praxis / Ausgangslage**

Mängel bei der Beratung und Aufklärung sind nicht erst bei der Empfehlung von Lehman-Zertifikaten zutage getreten, sondern beschäftigen die Gerichte bereits seit längerem. Ein häufiger Beratungsfehler besteht darin, dass eine Anlage empfohlen wird, die die individuelle Situation und Bedürfnisse des Anlegers nicht ausreichend berücksichtigt. Außerdem werden oftmals unrichtige Vorstellungen über die Rendite erzeugt, während im Gegenzug über Risi-



ken nur unzureichend aufgeklärt wird. Seit 1. Januar 2010 sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen grundsätzlich verpflichtet, im Falle einer Anlageberatung (nicht jedoch bei einer bloßen Vermittlung) die wesentlichen Beratungsinhalte in einem vom Berater unterschriebenen Protokoll festzuhalten, das vor der Anlageentscheidung dem Kunden vorzulegen ist, sofern nicht die Beratung auf Wunsch des Kunden telefonisch erfolgt. Belastbare Erfahrungen darüber, ob durch die Dokumentation die Beratungsqualität effektiv erhöht wird, bestehen bislang noch nicht.

## 1.2.2 Bestehende Rechtslage

Echte Beratungspflichten bestehen naturgemäß nur bei einem Beratungsvertrag in Abgrenzung zur bloßen Anlagevermittlung, während Aufklärungspflichten bei beiden Formen der Finanzdienstleistung gelten. Außerdem ist zwischen zivilrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Rechtsgrundlagen zu unterscheiden:

### a) Aufklärungspflichten - zivilrechtliche Grundlage

Die zivilrechtliche Verpflichtung zur Aufklärung bei einer Beratung über Finanzdienstleistungen ergibt sich aus dem gemäß § 311 Abs. 2 BGB bestehenden gesetzlichen Schuldverhältnis, das durch die Aufnahme des geschäftlichen Kontakts zwischen Anlageinteressent und Berater zustande kommt. Der Berater ist gegenüber dem Anlageinteressenten zur Aufklärung über die Eigenschaften des in Aussicht genommenen Anlageobjekts verpflichtet. Dies beinhaltet eine Aufklärung über die mit der Anlage verbundenen Chancen und Risiken. Eine Verletzung dieser Aufklärungspflichten durch den Berater kann Schadensersatzansprüche des Anlegers nach sich ziehen (s. Haftung). Auch der Vermittler unterliegt bestimmten Aufklärungspflichten, die von den Umständen des Einzelfalls abhängen. Auf die Pflichten zur Offenlegung von Provisionen wird aufgrund ihrer besonderen Bedeutung in einem eigenen Abschnitt (III. Nr. 1.3) näher eingegangen.

### b) Aufklärungspflichten - aufsichtsrechtliche Grundlagen

Aufsichtsrechtliche Pflichten zur Aufklärung gegenüber dem Anlageinteressenten ergeben sich aus verschiedenen Rechtsgrundlagen.

Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist die aufsichtsrechtliche Pflicht zur Aufklärung des Anlegers in § 31 Abs. 3 WpHG festgeschrieben. Dabei muss ein Wertpapierdienstleis-

tungsunternehmen seinen Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen des Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist. Die Vorschriften im WpHG zur Aufklärungspflicht gegenüber dem Kunden gestalten nicht unmittelbar den zivilrechtlichen Rahmen der Beziehung zwischen Kunde und Wertpapierdienstleistungsunternehmen, jedoch haben sie eine gewisse Ausstrahlungswirkung auf konkrete Pflichten aus zivilrechtlichen Normen (etwa bei § 384 HGB, § 242 BGB, § 311 Abs. 2 BGB, § 823 Abs. 2 BGB). Zu erwähnen ist außerdem die Hinweispflicht des Anlagevermittlers nach § 31 Abs. 5 Satz 3 WpHG, wenn er der Auffassung ist, dass das ausgewählte Finanzinstrument für den Kunden, d.h. seine Ziele und seine Erfahrungheit, nicht angemessen ist.

Konkretisiert werden die Anforderungen an die Aufklärung im Übrigen durch die Bestimmungen der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV), namentlich deren § 5.

Das Investmentgesetz sieht besondere Informations- und Aufklärungspflichten für den Bereich des inländischen Investmentvermögens vor. So ist dem Erwerber eines Anteils vor Vertragsschluss der vereinfachte Verkaufsprospekt und der ausführliche Verkaufsprospekt der Kapitalanlagegesellschaft oder der ausländischen Investmentgesellschaft in der jeweils geltenden Fassung kostenlos und unaufgefordert anzubieten (§ 121 Abs. 1 S. 1 InvG). Ohne Aufforderung müssen die genannten Unterlagen allerdings nicht zwingend ausgehändigt werden (siehe allerdings auch § 31 Abs. 3 S. 4 WpHG, wonach der vereinfachte Verkaufsprospekt als angemessene Anlegerinformation eingestuft wird). Diese Verkaufsunterlagen sind dem Anleger vor Abschluss des Vertrags anzubieten. Das Angebot muss nicht vor jedem Erwerb wiederholt werden. Handelt es sich beim Anleger um eine natürliche Person, so besteht eine Pflicht zur Aushändigung sämtlicher Verkaufsunterlagen vor Vertragsschluss, wenn der Anleger einen Anteil an einem Dach-Hedgefonds erwerben möchte (§ 121 Abs. 3 S. 1 InvG). Der Erwerber muss vor Erwerb solcher Anteile an auffälliger Stelle drucktechnisch hervorgehoben durch einen Warnhinweis informiert werden (§§ 121 Abs. 3 S. 3 i.V.m. 117 Abs. 2 InvG).

Für den Vertrieb von geschlossenen Fonds und anderen Beteiligungen, die keine Wertpapiere sind, bestehen dagegen keine aufsichtsrechtlichen Aufklärungspflichten. Weder gelten die §§ 31 ff WpHG noch die Vorschriften über Investmentfonds.

### c) Beratungspflichten - zivilrechtliche Grundlage

Ein Beratungsvertrag zwischen Kunde und Kreditinstitut bzw. Berater kommt üblicherweise stillschweigend zustande. Es handelt sich dabei je nach Fallgestaltung um einen Dienstvertrag mit Geschäftsbesorgungscharakter gem. §§ 611, 675 BGB, einen Werkvertrag gem. § 631 BGB oder um einen gemischten Vertrag mit dienst- und kaufvertraglichen Elementen. Aus dem Beratungsvertrag ergibt sich eine Pflicht zur anleger- und objektgerechten Beratung des Kunden.<sup>1</sup> Die Beratung muss dabei richtig und sorgfältig sein. Der Berater muss über alle Umstände unterrichten, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind. Eine fehlerhafte Beratung kann Schadensersatzansprüche des Kunden nach sich ziehen (s. Haftung).

### d) Beratungspflichten - aufsichtsrechtliche Grundlagen

Ob sich neben einer Pflicht zur Aufklärung aus § 31 Abs. 2 WpHG auch eine aufsichtsrechtliche Pflicht zur Beratung des Anlegers ableiten lässt, ist umstritten.<sup>2</sup> Auch wenn eine sich aus dem WpHG ergebende, originäre Beratungspflicht abzulehnen sein dürfte, ist nicht zu übersehen, dass in § 31 Abs. 4 WpHG die Anforderungen an eine Beratungsdienstleistung aufsichtsrechtlich konkretisiert werden. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Pflicht, sich über die Anlageziele und die finanziellen Verhältnisse des Kunden zu informieren, um eine geeignete Anlageempfehlung aussprechen zu können (und überhaupt zu dürfen).

Die in § 31 Abs. 4 WpHG normierten Pflichten gelten allerdings nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, nicht jedoch für Berater, die ausschließlich im Vertrieb von Investmentfonds oder von geschlossenen Fonds tätig sind.

### e) Dokumentationspflichten

Gemäß § 34 Abs. 1 WpHG muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen über die von ihm erbrachten Wertpapierdienstleistungen Aufzeichnungen erstellen, die es der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermöglichen, die Einhaltung der Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu überprüfen. Laut § 34 Abs. 2 WpHG muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei einer erstmaligen Erbringung einer Wertpapierdienstleistung für Privatkunden, die nicht Anlageberatung ist, den Abschluss einer Rahmenvereinbarung dokumentieren, die mindestens die wesentlichen Rechte und Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens und des Privatkunden enthält. Diese Rahmenvereinbarung muss dem Privatkunden zur Verfügung gestellt werden.

---

<sup>1</sup> So bereits BGH v. 6.7.1993, XI ZR 12/93 (Bond-Urteil)

<sup>2</sup> dafür, v. Heymann/Edelmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalmarktrechts, 3. Auflage, 2007, § 4 Rn. 17ff, dagegen: Begr. RegE FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 96

Im Rahmen des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung wurde in § 34 Abs. 2a WpHG eine Pflicht zur Protokollierung jeder Anlageberatung eingeführt, die seit 1. Januar 2010 gilt. Der zu protokollierende Inhalt des Beratungsgesprächs ergibt sich aus § 14 Abs. 6 WpDVerOV. Danach ist bei dem Gespräch der Anlass der Anlageberatung, die Dauer des Beratungsgesprächs, die der Beratung zugrunde liegenden Informationen über die persönliche Situation des Kunden, die vom Kunden geäußerten wesentlichen Anliegen und deren Gewichtung sowie die im Verlauf des Beratungsgesprächs erteilten Empfehlungen zu protokollieren.

Sofern nicht auf Wunsch des Kunden die Beratung telefonisch erfolgt, muss das Protokoll vor der Anlageentscheidung erstellt, unterschrieben und dem Kunden vorgelegt werden. Das Protokoll erfüllt damit nicht nur eine wichtige Beweisfunktion, sondern soll auch dazu dienen, dem Anleger die für seine Entscheidung wesentlichen Aspekte noch einmal vor Augen zu führen und ihm eine Prüfung der Anlageempfehlung zu ermöglichen. Das Beratungsprotokoll wird damit Teil der Beratung.

Der Bundesrat (BR-Drs. 180/09 vom 3. April 2009) hatte im Gesetzgebungsverfahren mehrere Vorschläge unterbreitet, die den Anlegerschutz noch weiter verbessern sollten. So hat der Bundesrat die Forderung aufgestellt, dass das Beratungsprotokoll nicht nur vom Anlageberater, sondern auch vom Verbraucher unterschrieben werden soll. Ferner wurde gefordert, dass im Beratungsprotokoll auch die anfallenden Kosten unter Angabe des insgesamt zu zahlenden Betrages festgehalten werden müssen. Zudem hatte der Bundesrat die Bundesregierung gebeten, im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsverfahrens zu prüfen, ob die Anforderungen an den Mindestinhalt eines Beratungsprotokolls nach Artikel 7 (Änderung des § 14 Absatz 6 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung) stärker konkretisiert werden können.

## 1.2.3 Folgerungen und Lösungen

### **a) Erstreckung der §§ 31 ff. WpHG auf den Grauen Kapitalmarkt und den ausschließlichen Vertrieb von Investmentfonds**

Dass die Wohlverhaltenspflichten der §§ 31 ff WpHG in ihrer Geltung auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne von § 2 Abs. 4 WpHG beschränkt sind und damit keine Anwendung finden auf Finanzdienstleister, die ausschließlich im Vertrieb von Investmentfonds

(§ 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG) tätig sind oder geschlossene Fonds vertreiben, mag unter dem Blickwinkel einer engen Umsetzung der MiFID verständlich sein. In der Sache jedoch überzeugt die Unterscheidung nicht, da damit nicht nur der Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds, sondern auch der Vertrieb von geschlossenen Fonds der Finanzmarktaufsicht entzogen ist.

Die Projektgruppe ist, nicht zuletzt wegen der erheblichen Schäden durch fehlerhafte Beratungen und Aufklärungen bei Produkten des sog. Grauen Kapitalmarktes, der Auffassung, dass die in den §§ 31 ff. WpHG geregelten Aufklärungspflichten, Pflichten im Zusammenhang mit der Beratung und Vermittlung von Anlagen und die Dokumentationspflichten auf den Vertrieb von Investmentfonds und geschlossenen Fonds ausgedehnt werden müssen.

Zur Umsetzung schlägt die Projektgruppe eine Öffnung des WpHG für nicht frei handelbare Beteiligungen an geschlossenen Fonds und anderen Unternehmungen vor, die in § 8f VerkProspG geregelt sind. Das Wertpapierhandelsgesetz würde damit zu einem Wertpapier- und Kapitalanlagenhandelsgesetz (WpKapHG) erweitert. Um systematischen Bedenken Rechnung zu tragen, die bei einer Ausdehnung des Wertpapierbegriffs auf Nicht-Wertpapiere wie geschlossene Fonds und andere Beteiligungen bestehen könnten, könnten Berater und Vermittler von geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen als „Kapitalanlagendienstleistungsunternehmen“ bezeichnet werden. In diesem Zusammenhang wäre auch zu prüfen, wie nicht öffentlich gehandelte Produkte wie beispielsweise Bankgarantien oder Depositendarlehen adäquat erfasst werden können.

Für die vollständige Einbeziehung des Vertriebs von Investmentfonds genügt es, die in § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG geregelte Ausnahme vom Begriff der Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufzuheben.

Der Diskussionsentwurf des BMF sieht eine Erweiterung des Begriffs des Finanzinstruments in § 2 Abs. 2b WpHG-neu um Vermögensanlagen vor, für die nach § 8f VerkProspG ein Verkaufsprospekt zu veröffentlichen ist. Die Wohlverhaltens- und Informationspflichten der §§ 31 ff. WpHG finden damit, wie von der Projektgruppe gefordert, auf die wichtigsten Produkte des "Grauen Kapitalmarktes" Anwendung. Außerdem bleibt im Diskussionsentwurf die Ausnahme für den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds entgegen der Empfehlung der Projektgruppe erhalten.

**b) Erweiterung der Inhalte des Beratungsprotokolls**

Auch wenn die Pflicht zur Erstellung eines Beratungsprotokolls erst seit 1. Januar 2010 gilt und noch keine umfangreichen Erfahrungen (insbesondere zum Beweiswert) vorliegen, sollte der Inhalt des Beratungsprotokolls nach Auffassung der Projektgruppe um weitere Aspekte ergänzt werden. So sollte beispielsweise aufgeführt werden müssen, auf wessen Initiative das Beratungsgespräch zustande kam. Auch sollten Angaben über Provisionen und die mit dem Erwerb des Produkts verbundenen Kosten im Protokoll aufgeführt werden müssen. Aufgrund der zunächst zu erhebenden „Anamnese“ (Ermittlung der finanziellen Situation des Kunden und seiner Wünsche) sollte ein Risikoprofil des Kunden erstellt werden müssen, das analog zu den Risikoklassen für Produkte eine Einteilung des Kunden in eine bestimmte Risikoklasse beinhaltet. Diese kundenbezogene Risikoklassifizierung (und etwaige Änderungen im Rahmen des Beratungsprozesses) sollte im Beratungsprotokoll ebenfalls festgehalten werden müssen. Mit dem Protokoll und dem Produktinformationsblatt stünden dem Anleger dann zwei aussagekräftige und miteinander abgleichbare Informationsmöglichkeiten zur Verfügung.

**c) Standardisierung und Konkretisierung**

Das Beratungsprotokoll sollte so weit möglich standardisiert werden. Da der Vereinheitlichung aufgrund der Funktion des Protokolls - der Wiedergabe eines individuellen Beratungsgesprächs - natürliche Grenzen gesetzt sind, sollte eine Standardisierung durch eine Konkretisierung der inhaltlichen Vorgaben sowie durch die Vorgabe einer Reihenfolge, in der die einzelnen Aspekte abzuhandeln sind, erreicht werden. Dadurch wird gewährleistet, dass die Anleger verschiedene Beratungsprotokolle ohne größere Schwierigkeiten vergleichen können.

**1.3 Die Offenlegung von Provisionen**

Die meisten Anlageberater/-vermittler erhalten für die Vermittlung eines Produktes Provisionen vom Emittenten bzw. Produktherausgeber. Da die Anlageberater/-vermittler einerseits wirtschaftlich von den Einnahmen aus den Provisionen abhängen, andererseits die Provisionshöhe sich nach dem vermittelten Produkt richtet, besteht die Gefahr, dass sich die Anlageberater/-vermittler bei ihrer Tätigkeit statt vom Kundeninteresse auch oder nur von ihrem eigenen Interesse, möglichst hohe Provisionen zu erhalten, leiten lassen. Dem System der Finanzierung der Anlageberatung über Provisionen ist daher die Gefahr eines Interessenkonflikts immanent. Um dem Anlageinteressenten diesen Interessenkonflikt zumindest vor

Augen zu führen, sollten alle Anlageberater/-vermittler verpflichtet sein, den Anlageinteressenten rechtzeitig vor Abschluss der Anlage darüber zu unterrichten, dass und in welcher Höhe sie Provisionen für die vermittelte Anlage erhalten. Nur so wird der Anlageinteressent in die Lage versetzt, die Werthaltigkeit und Objektivität einer Empfehlung einzuschätzen.

## **Empfehlung der Projektgruppe**

- aufsichtsrechtliche Offenlegungspflicht nach § 31d WpHG auch für Investmentfonds und Produkte des Grauen Kapitalmarkts
- gesetzgeberische Klarstellung, dass Offenlegung rechtzeitig vor der Anlageentscheidung erfolgen muss
- Konkretisierung der Anforderungen bei zusammengefasster Information über Provisionen
- Streichung der Vermutungsregel, dass Provisionen bei Anlageberatung stets der Qualitätsverbesserung dienen
- Beseitigung von Defiziten der europäischen Vorgaben (MiFID bzw. Richtlinie 2006/73/EG)

### **1.3.1 Praxis / Ausgangslage**

Wie zahlreiche, auch aktuell zum Vertrieb von Lehman-Zertifikaten ergangene Gerichtsentscheidungen belegen, werden Anleger nur unzureichend über Provisionen aufgeklärt, die ihre Berater oder Vermittler von dritter Seite erhalten. Gerade bei Anlageberatungen durch Kreditinstitute, die mit dem Anleger über Spar- und Girokonten sowie ggf. über eine Depotverwaltung in Vertragsbeziehungen stehen, ist dem Anleger oftmals nicht bewusst, dass überhaupt Provisionen fließen.

In einzelnen Mitgliedstaaten der EU wird derzeit über eine gesetzliche Beschränkung von Provisionen nachgedacht.

### 1.3.2 Bestehende Rechtslage

Der europäische Gesetzgeber hat im Rahmen der MiFID ein grundsätzliches Provisionsverbot mit Ausnahmehvorbehalt geregelt, das in Deutschland in § 31d WpHG umgesetzt wurde. Danach sind Provisionszahlungen durch Dritte nur zulässig, wenn sie darauf ausgelegt sind, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung zu verbessern, und wenn sie gemäß den Vorgaben des § 31d WpHG offengelegt werden.

§ 31d Abs. 4 WpHG enthält die gesetzliche Vermutung, dass die erstgenannte Zulässigkeitsvoraussetzung, die Qualitätsverbesserung der erbrachten Dienstleistung, bei der Anlageberatung als erfüllt anzusehen ist. Außerdem ermöglicht § 31d Abs. 3 WpHG anstelle einer konkreten Angabe und Bezifferung der Provision eine Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile der Provisionsvereinbarung, wenn eine Darlegung der Einzelheiten auf Nachfrage angeboten wird (sog. „soft disclosure“). Wie bereits oben (III. 1.2) dargelegt, ist die aufsichtsrechtliche Regelung zur Zulässigkeit und Offenlegung von Provisionen auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschränkt und gilt daher weder für den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds noch für den Vertrieb von geschlossenen Fonds. Zu bemerken ist außerdem, dass tatbestandlich keine offenlegungspflichtige Zuwendung vorliegt, wenn der Anleger den Dritten beauftragt hat, die Provision an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu zahlen.

Von erheblicher Bedeutung sind neben den aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflichten des WpHG die von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur zivilrechtlichen Offenlegungspflicht.

Nach der Rechtsprechung des BGH zu den sog. „Kick-backs“ (BGH, Urteil vom 19. Dezember 2006, NJW 2007, 1876 f) können sich aus dem Anlageberatungsvertrag Aufklärungspflichten des Beratenden über Rückvergütungen ergeben. So müsse eine Bank, die Aktienfondsanteile empfiehlt, den Kunden darauf hinweisen, dass und in welcher Höhe sie Rückvergütungen aus Ausgabeaufschlägen und Verwaltungskosten von der Fondsgesellschaft erhält. Denn nur durch die Unterrichtung hierüber werde dem Kunden der Interessenkonflikt der Bank offen gelegt und dadurch die Beurteilung ermöglicht, ob die Bank ihm einen bestimmten Titel nur deshalb empfiehlt, weil sie hieran selber verdient.

Diese Rechtsprechung gilt im Prinzip unabhängig von dem empfohlenen Anlageprodukt und dem Anwendungsbereich des WpHG, auch wenn der BGH zur Begründung der Aufklärungspflicht über Provisionen im zitierten Fall auf die Vorschrift des § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG



zurückgreift, als deren spezielle Ausprägung nunmehr § 31 d WpHG angesehen werden kann.

Mit Beschluss vom 20. Januar 2009 hat der BGH (XI ZR 510/09) dementsprechend eine Aufklärungspflicht über erhaltene Rückvergütungen auch für eine über Medienfonds beratende Bank bejaht. Zu Recht weist der Senat darauf hin, dass der aufklärungspflichtige durch Rückvergütungen verursachte Interessenkonflikt unabhängig vom vertriebenen Produkt und der Höhe der Rückvergütungen besteht. Der Anlageberater ist daher auch beim Vertrieb von nicht unter das WpHG fallenden Anlagen, wie Anteilen an Medienfonds, zur Aufklärung über Ob und Höhe der Rückvergütungen verpflichtet.

Allerdings hat der BGH in einer aktuellen Entscheidung vom 15. April 2010 (Az. III ZR 196/09) die zivilrechtliche Aufklärungspflicht von „freien“ Anlageberatern (in der konkreten Entscheidung ging es um das Finanzdienstleistungsunternehmen AWD) über Provisionen verneint, da für den Anleger insoweit im Gegensatz zur Beratung bei einer Bank erkennbar sei, dass Provisionen für die Anlageempfehlung gezahlt würden. Im Zeitpunkt der Anlageberatung galt § 31d WpHG noch nicht, worauf der BGH ausdrücklich hinweist.

Tatbestandlich setzt die zivilrechtliche Aufklärungspflicht einen Anlageberatungsvertrag und Rückvergütungen, die der Beratende selbst erhält, voraus. Für sonstige Innenprovisionen (also solche Provisionen, die nicht der Beratende erhält) gilt diese Rechtsprechung schon mangels Bestehens eines Interessenkonflikts nicht. Auf solche möglicherweise die Werthaltigkeit der Anlage in Frage stellenden Innenprovisionen ist nach höchstrichterlicher Rechtsprechung (BGH; Urteil vom 22. März 2007, NJW-RR 2007, 925) nur dann hinzuweisen, wenn die Grenze von 15 % der Investitionssumme überschritten ist.

Die Verletzung dieser vertraglichen Aufklärungspflichten kann zu Schadensersatzansprüchen der Anleger führen.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass sich gewisse Einschränkungen auch aus der Verpflichtung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ergeben können, sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und gemäß § 33 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG die hierfür notwendigen organisatorischen Vorkehrungen zu treffen. Allerdings konkretisiert sich die allgemeine Wohlverhaltenspflicht erst bei einem erheblichen Missverhältnis zwischen Provision und dem Anlagewert zu einer ggf. aufsichtsrechtlich durchsetzbaren Beschränkung der Provision.

### 1.3.3 Folgerungen und Lösungen

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass die bestehenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften zur Zulässigkeit und Offenlegung von Provisionen verbesserungsbedürftig sind. Für die zivilrechtlichen Aufklärungspflichten wird dagegen kein Handlungsbedarf gesehen. Aufgrund der europarechtlichen Vorgaben sind allerdings die nationalen Regelungsspielräume begrenzt. Neben nationalen Gesetzesänderungen werden daher auch Änderungen auf europäischer Ebene, d.h. der MiFID und der entsprechenden Durchführungsbestimmungen vorgeschlagen.

#### **a) Konkretisierung des Zeitpunkts der Offenlegung in § 31 d Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG**

Die bestehende Regelung in § 31d Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG lässt gewisse Auslegungsspielräume hinsichtlich der Frage, ob die Aufklärung über die Provision angemessene Zeit oder nur unmittelbar vor der endgültigen vertraglichen Bindung des Kunden geleistet werden muss. Berücksichtigt man den Gesetzeszweck der Offenlegungspflicht, nämlich dem Kunden mögliche Interessenkollisionen seines Vermittlers/Beraters so rechtzeitig vor Augen zu führen, dass er die Information in seine Anlageentscheidung einfließen lassen kann, so kann eine Aufklärung erst kurz vor der Unterschrift - wenn also die Entscheidung des Kunden in der Sache häufig längst gefallen sein dürfte - für die Erfüllung der Offenlegungspflicht nicht genügen.

Um zu vermeiden, dass sich bis zur höchstrichterlichen Klärung dieser Rechtsfrage jeder Beteiligte diejenige Auffassung zu eigen macht, die für ihn am günstigsten ist, wird vorgeschlagen, den Gesetzestext um die Worte "rechtzeitig" zu ergänzen. Diese Ergänzung kann als gemeinschaftsrechtskonforme Konkretisierung bzw. nähere Ausgestaltung der europarechtlichen Vorgaben in Art. 26 der Richtlinie 2006/73/EG gewertet werden.

Die Projektgruppe schlägt vor, § 31 d Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 WpHG wie folgt zu fassen:

"Existenz, Art und Umfang der Zuwendung oder, soweit sich der Umfang noch nicht bestimmen lässt, die Art und Weise seiner Berechnung, wird dem Kunden rechtzeitig vor der Erbringung der Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise deutlich offen gelegt".

**b) Streichung oder Abschwächung der unwiderlegbaren Vermutung in § 31 d Abs. 4 WpHG**

Das WpHG erlaubt auch offengelegte Provisionen nur unter der Voraussetzung, dass sie darauf ausgelegt sind, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung zu verbessern (§ 31 d Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG). Die unwiderlegbare Fiktion in § 31 d Absatz 4 WpHG führt dazu, dass diese Einschränkung im Bereich der Anlageberatung leer läuft. Zwar kann man zu Recht Zweifel an der Praktikabilität einer Vorschrift hegen, die dazu zwingt, zu prüfen, ob die finanzielle Zuwendung zur Deckung der Kosten einer Verbesserung der Vertriebsleistung verwendet wurde, zumal wohl nach herrschender Meinung zumindest ein angemessener Teil der Zuwendung dem Gewinn zugeführt werden darf. Nichtsdestotrotz erscheint eine Regelung, die gerade für ihren wichtigsten Anwendungsfall - die Anlageberatung - nicht gilt, wenig konsequent. Zudem besteht nur, wenn die Qualitätsverbesserung der für den Kunden erbrachten Dienstleistung positiv festgestellt werden muss, ein rechtlicher Anknüpfungspunkt für die Beschränkung von Abschlussprovisionen. Vorzugswürdig wäre daher eine Regelung, die auf diese Fiktion verzichtet. Da mit § 31 d Absatz 4 WpHG nur der 39. Erwägungsgrund der Richtlinie 2006/73/EG, nicht also deren verfügender Teil umgesetzt wird, wäre die Streichung der Fiktion europarechtlich möglich.

Andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union nutzen den in § 31 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG niedergelegten Grundgedanken, um die Struktur der Provisionen zu verändern. So hat beispielsweise der niederländische Gesetzgeber den Anteil, den die Abschlussprovision an der Gesamtprovision ausmachen darf, auf 50 % beschränkt, weil er der Meinung ist, dass bestimmte Provisionsformen (Bestandsprovisionen) eher als andere (Abschlussprovisionen) dazu beitragen, dass die Qualität der Beratungsleistung steigt.

Die Projektgruppe schlägt daher vor, § 31 d Absatz 4 WpHG aufzuheben.

**c) Verschärfung der Anforderungen an eine Offenlegung in zusammengefasster Form gem. § 31 d Absatz 3 WpHG**

§ 31 d Abs. 3 WpHG ermöglicht den Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Offenlegung in Form einer Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile der Vereinbarungen über Zuwendungen vorzunehmen, wenn sie dem Kunden die Offenlegung näherer Einzelheiten anbieten und auf Nachfrage gewähren. Die Regelung birgt die Gefahr, dass der Kunde statt der klaren Information, in welcher Höhe welche Provision fließt, lediglich Informationen über

die Details vertraglicher Abreden erhält, deren Bedeutung sich ihm möglicherweise nicht erschließt.

Ausweislich der Studie von Evers und Jung mit dem Titel "Anforderungen an Finanzvermittler"<sup>3</sup> zeigt sich bereits, dass aufgrund dieser Vorschrift standardmäßig in allgemeinen Informationsbroschüren Zahlungen von Rückvergütungen an die Vermittler erwähnt werden, deren konkrete Höhe aber jeweils erfragt werden muss.

Der aus Anlegerschutzaspekten vorzugswürdigen Streichung dieser Vorschrift steht Art. 26 der Richtlinie 2006/73/EG entgegen. Diese Vorschrift verpflichtet die Mitgliedstaaten, den Wertpapierfirmen zu gestatten, (lediglich) die wesentlichen Bestimmungen der Vereinbarungen über Provisionen in zusammengefasster Form offen legen zu müssen. Europarechtlich zulässig erscheint daher auf nationaler Ebene nur eine moderate Verschärfung der Anforderungen an die Art und Weise der Offenlegung mittels Zusammenfassung, die als nähere Ausgestaltung dieser Möglichkeit angesehen werden kann. Möglich wäre es, eine bestimmte Form vorzugeben (wie beispielsweise: Offenlegung muss in Papierform, schriftlich, in Textform oder sonst auf einem dauerhaften Datenträger erfolgen; Offenlegung muss die ungefähre Höhe der möglicherweise vereinnahmten Provisionen erkennen lassen; auf das Angebot, nähere Einzelheiten offenzulegen, muss, wenn ein Beratungsgespräch mit einem Privatkunden geführt wird, zusätzlich mündlich hingewiesen werden). Gerade bei der Offenlegung in zusammengefasster Form besteht die Gefahr, dass sie global für alle Wertpapierdienstleistungen erfolgt und auch bei wiederholten Aufträgen nicht erneut erfolgt. Da gerade bei sporadischen Geschäften die Kunden entsprechende Hinweise kaum memorieren werden, empfiehlt sich die Vorgabe einer Offenlegungspflicht vor jeder Wertpapierdienstleistung.

Die Projektgruppe schlägt daher vor, § 31 d Abs. 3 WpHG um folgende Sätze 2 bis 4 zu ergänzen: „Die Zusammenfassung nach Satz 1 muss dem Kunden in Textform zur Verfügung gestellt werden. Findet im Zusammenhang mit der Erbringung der Wertpapierdienstleistung ein Gespräch zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Kunden statt, muss auf das Angebot, nähere Einzelheiten offenzulegen, in diesem Gespräch mündlich hingewiesen werden. Die Offenlegung muss vor jeder Erbringung einer Wertpapierdienstleistung erfolgen.“

#### **d) Information über Provisionen im Beratungsprotokoll**

Da die Information über die Provisionen, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen von

---

<sup>3</sup> Evers/Jung: Anforderungen an Finanzvermittler, Studie im Auftrag des BMELV, S. 9. und 76 ff

Dritten erhält, wesentlich für die Anlageentscheidung ist, sollte das Beratungsprotokoll auch Aussagen zur Offenlegung der Provisionen enthalten.

Es wird daher vorgeschlagen, § 14 Abs. 6 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung um eine Ziffer 6 zu ergänzen. In dieser Ergänzung soll vorgeschrieben werden, dass die Aufklärung über Art und Höhe der Provisionen für die erteilten Empfehlungen im Beratungsprotokoll niedergelegt werden muss. Wenn die Offenlegung in zusammengefasster Form erfolgte, muss das Protokoll einen Hinweis auf das mündliche Angebot, nähere Einzelheiten offenzulegen, enthalten.

#### **e) Einbeziehung von Investmentfonds und geschlossenen Fonds**

Das Bedürfnis des Anlegers, über Provisionen aufgeklärt zu werden, besteht unabhängig von der Art der Kapitalanlage. Es gibt damit keinen sachlichen Grund, den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds und den Vertrieb von Produkten des Grauen Kapitalmarktes von der aufsichtsrechtlichen Regelung über die Zulässigkeit und Offenlegung von Provisionen gemäß § 31d WpHG auszunehmen. Die Einbeziehung der genannten Anlageformen in die aufsichtsrechtliche Regelung des § 31d WpHG ist, trotz der bereits angesprochenen Schwächen der geltenden Regelung, außerdem Voraussetzung dafür, dass die Einhaltung der Offenlegungspflichten behördlich überwacht werden kann. Die daneben bestehenden zivilrechtlichen Aufklärungspflichten ermöglichen gerade keine behördliche Kontrolle. Auch die zivilrechtliche Situation des Anlegers kann durch die Schaffung zusätzlicher aufsichtsrechtlicher Aufklärungspflichten verbessert werden. So können die aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflichten als Schutzgesetze im Sinn von § 823 Abs. 2 BGB fungieren und in Einzelfällen, in denen keine vertraglichen Ansprüche bestehen, Schadensersatzansprüche des Anlegers begründen. Auch orientiert sich die Rechtsprechung bei der Herausarbeitung der zivilrechtlichen Aufklärungspflichten an den normierten aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflichten, vgl. Urteil des BGH vom 19. Dezember 2006, NJW 2007, 1876.

Es wird daher vorgeschlagen, die Ausnahme in § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG zu streichen, sowie die Geltung von § 31d WpHG (einschließlich der übrigen Wohlverhaltenspflichten nach §§ 31 ff. WpHG) auf den Vertrieb von geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen im Sinne von § 8f VerkProspG auszudehnen. Letzteres könnte durch eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des WpHG auf Kapitalanlagen und damit die Schaffung eines Wertpapier- und Kapitalanlagenhandelsgesetzes (WpKapHG) erfolgen (siehe oben, III. Ziff. 1.2.3). Alternativ käme eine entsprechende Verweisung aus dem Verkaufsprospektgesetz auf die Bestimmungen der §§ 31 ff. WpHG in Betracht.

#### **f) Maßnahmen auf europäischer Ebene**

Damit die oben dargestellten Schwächen der Rechtslage vollständig behoben werden können, bedarf es einer Revision der Richtlinie 2006/73/EG, auf die die Bundesregierung zeitnah hinwirken sollte (z.B. im Rahmen der für 2010 geplanten Revision der MiFID).

Zum einen sollte die Ausnahmeregelung, wonach eine offen zu legende Provision nicht vorliegt, wenn der Kunde einen Dritten beauftragt, dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Provision zu bezahlen, gestrichen werden (Art. 26 Unterabsatz 1 lit. a) der Richtlinie 2006/73/EG). Denn diese Ausnahmvorschrift lädt schwarze Schafe zu Umgehungsversuchen über Vollmachtserteilungen und AGB-Klauseln nachgerade ein (Kunde bevollmächtigt in AGB das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, den Emittenten zur Zahlung von Provisionen an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu beauftragen.).

Außerdem sollte die Vorschrift, die zur Gestattung der Offenlegung in zusammengefasster Form zwingt (Art. 26 Unterabsatz 2 der Richtlinie 2006/73/EG), gestrichen werden.

Alternativ könnten auch die in Art. 4 der Richtlinie 2006/73/EG geregelten Voraussetzungen, die erfüllt sein müssen, damit die Mitgliedstaaten über diese Richtlinie hinausgehende Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen festlegen dürfen, abgesenkt oder um eine Bereichsausnahme für Provisionen ergänzt werden.

### ***1.4 Provisionsunabhängige Beratung***

Erhält der Anlageberater für seine Empfehlung keine Zuwendung von dritter Seite, verringert sich die Gefahr von Interessenkollisionen und Fehlanreizen. Eine provisionsunabhängige Anlageberatung kann damit dazu beitragen, fehlerhafte Anlageempfehlungen und Anlageentscheidungen zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund hat sich die Verbraucherschutzministerkonferenz für eine Förderung der provisionsunabhängigen Beratung in ihrem Beschluss vom 15./16.10.2009 ausgesprochen. Bei der provisionsunabhängigen Beratung ist zwischen der gewerbsmäßig gegen Honorar angebotenen Beratung (Honorarberatung) und der nicht gewerbsmäßig von Verbraucherverbänden sowie anderen Institutionen betriebenen Beratung zu unterscheiden. Darüber hinaus wird in diesem Kontext auch auf die Bewertung von

Finanzprodukten und -dienstleistungen durch provisionsunabhängige Einrichtungen wie der Stiftung Warentest / Finanztest einzugehen sein.

## **Empfehlung der Projektgruppe**

- Verschärfung der Anforderungen an die Offenlegung von Provisionen
- Registrierung mit Angaben zur Finanzierung (Provision/Honorar)
- kein Sonderstatus des Honorarberaters
- tragfähige Finanzierung der Beratungstätigkeit der Verbraucherverbände

### **1.4.1 Praxis / Ausgangslage**

Die gewerbsmäßig gegen Honorar betriebene Anlageberatung wird bislang nur von sehr wenigen, überwiegend vermögenden Anlegern in Anspruch genommen. Zum Teil wird Honorarberatung erst ab einem bestimmten Anlagevermögen angeboten und kommt daher für viele Personen mit niedrigeren Einkommen nicht in Frage. Die Honorarberatung schließt häufig auch die Vermittlung der empfohlenen Anlage ein. Vergleichserhebungen über Unterschiede der Beratungsqualität zwischen provisionsgestützter und honorargestützter Beratung sind nicht bekannt.

Die nicht gewerbsmäßige Beratung durch Verbraucherverbände und andere Stellen zielt vor allem auf eine umfassende Beratung und Information von Verbrauchern in finanziellen Angelegenheiten ab. Im Regelfall wird keine Empfehlung zum Erwerb eines bestimmten Anlageproduktes eines konkreten Anbieters abgegeben, wenngleich die Praxis der einzelnen Verbraucherverbände und Beratungsstellen insoweit nicht immer ganz einheitlich ist. Auch bei der Beratung durch Verbraucherverbände kann es zu Fehlern bei der Beurteilung der geeigneten Anlagestrategien und -ziele sowie der Bewertung von Anlageprodukten kommen. Allerdings besteht bei der nicht absatzorientierten, provisionsunabhängigen Beratung durch die Verbraucherverbände und sonstigen Stellen keine Gefahr von Interessenkollisionen und Fehlanreizen, so dass eine nicht unwesentliche Fehlerquelle ausgeschlossen ist. Auch hängt das Beratungsangebot nicht von den Einkommens- und Vermögensverhältnissen ab. Damit wird auch Haushalten mit geringeren finanziellen Mitteln der Zugang zu einer qualifizierten Beratung ermöglicht, die Voraussetzung für eine erfolgreiche Vermögensbildung ist.

Die Schwerpunkte der Beratung werden sehr maßgeblich durch die wirtschaftliche Situation im Einzugsgebiet der Beratungsstelle bestimmt. Vielerorts tritt die Vermögensbildung und -mehrung, wie sie als Anlageziel der gewerbsmäßigen, absatzorientierten Beratung zugrunde liegt, aufgrund der Einkommens- und Vermögensverhältnisse hinter der Liquiditätssicherung und Risikovorsorge zurück.

In Folge der Finanzkrise wurde die Förderung der Verbraucherverbände für Beratung in finanziellen Angelegenheiten in einigen Ländern erhöht. Allerdings werden die Mittel regelmäßig nur für einen begrenzten Zeitraum bewilligt, was keine echte Planungssicherheit für die Verbraucherverbände und Beratungsstellen schafft. Außerdem wird das Angebot nach wie vor als nicht ausreichend angesehen.

Auch wenn die Bewertung von Anlageprodukten und Finanzdienstleistungen durch die Stiftung Warentest bzw. die Zeitschrift Finanztest keine individuelle Beratung ersetzen kann, spielt sie als unabhängige Informationsquelle gerade hinsichtlich der Renditeerwartung und Kosten eine wichtige Rolle.

Die Bereitschaft der Verbraucher, sich beraten zu lassen, die eigenen Vermögensverhältnisse offenzulegen und von eigenen Vorstellungen z.B. hinsichtlich zu erzielender Renditen erforderlichenfalls abzurücken, besteht allerdings nicht unbegrenzt. Anlageentscheidungen werden nicht selten durch Erfahrungen oder Einschätzungen aus dem persönlichen Umfeld geprägt. Auch kann die Zuhilfenahme direkter Beratung, zumal wenn sie mit öffentlichen Mitteln gefördert wird, von Verbrauchern als Schwäche empfunden werden, da damit Unerfahrenheit und Hilfsbedürftigkeit offenbart werden. Ein geschickter Verkaufsberater wird in der Lage sein, dieses Moment der Schwäche im Sinne seiner Absatzziele zu nutzen. Eine nicht absatzorientierte Anlageberatung muss, um erfolgreich zu sein, sich verstärkt auf die emotionale Situation der Anleger einstellen, zumal sie keine konkrete Rendite versprechen kann, die das bewusste oder unbewusste Gefühl der Schwäche ausblenden ließe.

## **1.4.2 Bestehende Rechtslage**

Die bestehende Rechtslage verhält sich zur gewerbsmäßigen Honorarberatung grundsätzlich neutral. Auf Honorarbasis tätige Anlageberater erbringen ebenso wie provisionsabhängige Finanzdienstleister eine Wertpapierdienstleistung im Sinne von § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG. Wenn sich die Beratung auf geschlossene Fonds und andere Beteiligungen beschränkt und



mit der Vermittlung der genannten Anlagen verbunden ist, handelt es sich um eine nach § 34c Abs. 1 Nr. 2 GewO erlaubnispflichtige Anlagevermittlung. Auch hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Aufklärungs- und Wohlverhaltenspflichten bestehen keine Unterschiede. Aufgrund der vertraglichen Pflichten und des möglicherweise engeren Vertrauensverhältnisses kann den Honorarberater allerdings im Einzelfall ein erhöhtes Maß an Verantwortung treffen.

Sollte der Honorarberater neben dem vereinbarten Honorar für eine Anlageempfehlung und -vermittlung eine Zuwendung erhalten, ist er nicht nur nach § 31d WpHG zur Offenlegung verpflichtet, sondern muss die vereinnahmte Provision grundsätzlich auch an den Anleger herausgeben, soweit nichts anderes vereinbart ist (§ 667 BGB).

Im Gegensatz zum Kapitalanlagemarkt besteht für das Versicherungswesen in § 34e GewO eine Sondervorschrift für sog. "Versicherungsberater", die für ihre Beratungsleistung keinen wirtschaftlichen Vorteil von Seiten der Versicherungsunternehmen erhalten. Die Zahl der nach § 34c GewO in Deutschland zugelassenen Versicherungsberater liegt bei rund 184.

## 1.4.3 Folgerungen und Lösungen

Bei der Förderung der provisionsunabhängigen Beratung ist zu unterscheiden zwischen der gewerbsmäßigen Honorarberatung und der nicht absatzorientierten Beratungstätigkeit der Verbraucherverbände. Da die gewerbsmäßige Honorarberatung in einem direkten Wettbewerbsverhältnis zur provisionsgestützten Beratung steht, sind staatliche Eingriffe besonders unter dem Aspekt der Gleichbehandlung bzw. des Diskriminierungsverbots zu prüfen.

### **a) Verschärfung der Anforderungen an die Offenlegung von Provisionen**

Beim Honorarvertrag wird im Regelfall vor Beginn der Dienstleistung eine Vereinbarung über die Vergütung getroffen. Damit werden die mit der Beratungsleistung anfallenden Kosten konkret beziffert. Wer provisionsgestützt berät, kann dagegen nach § 31d Abs. 3 WpHG auf eine Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile der Zuwendungen ausweichen. Selbst die Angabe der Kosten, die beim Erwerb der Anlage anfallen (z.B. Ausgabeaufschlag, Verwaltungsgebühren etc.), macht oftmals nicht deutlich, zu welchem Anteil und mit welchem Betrag die Beratungsleistung vom Anleger im Ergebnis bezahlt wird. Dass die provisionsgestützte Beratung möglicherweise ebensoviel kostet wie eine Honorarberatung, kann damit verschleiert werden. Will man die Wettbewerbsbedingungen von provisionsgestützter und honorargestützter Beratung angleichen, ist daher eine Verschärfung der Anforderungen

an die Offenlegung von Provisionen bzw. die Beseitigung der Ausnahmen in § 31d WpHG und Art. 26 der Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG zur Finanzmarktrichtlinie erforderlich. Ebenso notwendig ist die konsequente Erstreckung der Offenlegungspflicht des § 31d WpHG auf die bislang nicht erfassten Vertriebs- und Anlageformen (Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds, geschlossene Fonds).

## **b) Kein Sonderstatus für Honorarberater**

In der aktuellen Diskussion zur Verbesserung des Anlegerschutzes bestehen Überlegungen, die Honorarberatung durch ein eigenständiges Berufsbild zu stärken. Auch wurde von Seiten des BMELV im Rahmen eines Fachgesprächs mit Wirtschafts- und Verbändevertretern am 18. Dezember 2009 erwogen, nur die provisionsunabhängige Beratung künftig als Anlageberatung anzuerkennen sowie gegebenenfalls eine strikte Trennung von Anlageberatung und Anlagevermittlung einzuführen mit der Folge, dass ein Anlageberater sich hinsichtlich der abgegebenen Anlageempfehlung einer weiteren Vermittlungstätigkeit zu enthalten hätte. Der Verbraucherzentrale Bundesverband spricht sich ebenfalls für ein gesetzlich definiertes Berufsbild des "Finanzberaters" aus, der ausschließlich auf Honorarbasis berät und etwaige Provisionen im Falle einer Vermittlung zwingend an den Anleger weitergeben muss.

Die Projektgruppe ist nicht davon überzeugt, dass mit den genannten Maßnahmen die Situation der Anleger und die Wettbewerbssituation für honorargestützte Beratungen verbessert würden. Will man ein Berufsbild des Honorarberaters schaffen, dürfte dies zunächst mit erhöhten Anforderungen und Beschränkungen verbunden sein. Insbesondere erschiene ein Provisionsannahmeverbot notwendig. Ein Provisionsannahmeverbot setzt aber gleichzeitig einen Markt für provisionsfreie Anlageprodukte voraus, der derzeit nur teilweise besteht und auch durch eine gesetzliche Regelung auf nationaler Ebene nur sehr bedingt geschaffen werden könnte. Außerdem stellt sich die Frage, wie der provisionsgestützte Berater künftig rechtlich eingeordnet werden soll. Würde man ihn, wie vom BMELV angedacht, künftig rechtlich nur noch als Vermittler einstufen, hätte dies für die Anleger erhebliche Nachteile. Denn die Wohlverhaltenspflichten von Anlageberatern gehen deutlich über die Pflichten von Anlagevermittlern hinaus. Der Anleger wäre damit bei der provisionsgestützten Beratung durch ein Kreditinstitut, die dann nur noch als Vermittlung qualifiziert würde, hinsichtlich seiner Rechte erheblich schlechter gestellt als bisher.

Soweit mit dem Berufsbild des Honorarberaters eine besondere Qualifikation oder strengere Qualitätsanforderungen an die Beratung verknüpft sein sollen, erschiene dies unter dem Aspekt fragwürdig, dass der Anleger auch weiterhin unabhängig von der Art der Finanzierung der Beratungsdienstleistung einen Anspruch auf anleger- und objektgerechte Beratung ha-

ben soll. Dies gilt selbstverständlich umgekehrt auch für eine Absenkung der Zulassungsanforderungen für Honorarberater, die vereinzelt diskutiert wird.

## **c) Transparenz durch Angabe der Finanzierung bei Registrierung**

Die Projektgruppe ist trotz der unter b) dargelegten Bedenken gegen einen Sonderstatus der gewerbsmäßigen Honorarberatung der Auffassung, dass im Rahmen der Zulassung und Registrierung von Anlageberatern angegeben werden sollte, auf welche Weise die angebotene Dienstleistung finanziert wird, d.h. ob der Berater für seine Empfehlung einen wirtschaftlichen Vorteil von dritter Seite erhält. Damit könnte die Transparenz des Finanzdienstleistungsmarktes erhöht und eine Grundlage für aufsichtsrechtliche Maßnahmen gegen vorgebliche Honorarberater geschaffen werden, die zusätzlich und ohne Offenlegung Provisionen einnehmen.

## **d) Anforderungen an die Beratungstätigkeit der Verbraucherverbände und anderer Stellen**

Auch wenn die Verbraucherverbände und ihnen vergleichbare Stellen keine gewerbsmäßige Anlageberatung im Sinne der Vorschriften der MiFID, des WpHG und des KWG durchführen, muss bei ihnen eine ausreichende Qualifikation der Berater gewährleistet sein. Die Projektgruppe ist daher der Auffassung, dass auch die Verbraucherverbände in der Finanzberatung nur Personen einsetzen sollen, die über die für gewerbsmäßige Anlageberater und -vermittler geforderten (siehe Kap. III Ziff. 2) Mindestqualifikationen verfügen.

Grundsätzlich sinnvoll erscheint außerdem, dass die Verbraucherverbände für etwaige Beratungsfehler eine angemessene Versicherung abschließen, auch wenn sie keine konkreten Produktempfehlungen abgeben. Allerdings sind insoweit zuwendungsrechtliche Beschränkungen zu beachten (siehe Nr. 1.4 ANBest-I). Die Frage der Versicherung für Regressansprüche wegen Beratungsfehler ist nicht auf den Finanzbereich beschränkt. Daher enthält sich die Projektgruppe einer abschließenden Bewertung.

## **e) Finanzielle Grundlagen der Beratungstätigkeit der Verbraucherverbände und anderer Stellen**

Die nicht absatzorientierte Beratungstätigkeit der Verbraucherverbände und anderer Stellen sollte auf eine hinreichend solide finanzielle Grundlage gestellt werden, die

- mehrjähriges vorausschauendes Handeln ermöglicht,
- Spielräume zur Reaktion auf Marktentwicklungen ebenso zulässt wie eigene Aktionen zur Prävention und Aufklärung,

- Strukturentwicklungen in Anpassung an die demografischen Wandlungsprozesse erlaubt sowie
- die Unabhängigkeit sowohl von wirtschaftlichen als weitgehend auch von politischen Interessen sicherstellt.

Wie in anderen Wirtschaftsbereichen wäre es auch im Finanzdienstleistungssektor denkbar, Einnahmen des Staates aus kartell- und anderen wettbewerbsrechtlichen Verfahren – auch anteilig – in eine Verbraucherstiftung zu überführen, aus deren Vermögenszuwächsen die institutionelle Basis der Verbraucherverbände und ihres Dachverbandes oder ausgewählte Projekte der aktuellen Verbraucherarbeit finanziert werden. Alternativ käme auch in Frage, die Verbraucherarbeit insgesamt erstmals auf eine fundierte gesetzliche Grundlage zu stellen, in dem diese im Rahmen einer breiter aufgestellten Gemeinwohlvorsorge zur Pflichtaufgabe erhoben würde. Deren Wahrnehmung wäre dann in angemessener Weise durch die öffentliche Hand zu finanzieren.

Wie u.a. in einem vom BMELV in Auftrag gegebenen Gutachten der Universität Hohenheim zur Finanzierung der Verbraucherarbeit vom Herbst 2009 dargelegt wird, gibt es Zuständigkeiten für Verbraucherangelegenheiten sowohl beim Bund als auch bei den Ländern, was sich auch in dem Nebeneinander von einer Länderfinanzierung der Verbraucherverbände und der überwiegenden Finanzierung des Verbraucherzentrale Bundesverbandes durch den Bund widerspiegelt. Diese Zuständigkeiten lassen sich offensichtlich nicht mit solcher Schärfe abgrenzen, um im Falle einer gesetzlichen Verankerung als Pflichtaufgabe zu expliziten Zuordnungen der Aufgaben von Bund und Ländern zu kommen, wie es von Rechnungshöfen regelmäßig verlangt wird.

Auch vor diesem Hintergrund entwickelt das Modell einer – sukzessive aufgebauten – Finanzierung über eine Stiftung einen gewissen Charme, weil Mittelherkunft und Mittelverwendung dann nicht zwingend kongruent sein müssen. Entscheidend wäre dort vielmehr, dass der Einsatz der Stiftungsmittel den Zwecken der Stiftung entspräche, auf die die öffentliche Hand nach wie vor maßgeblich, wenngleich eher globaleren Einfluss hätte. Zugleich dürfte eine stiftungsbasierte Finanzierung einerseits ein Plus an Unabhängigkeit sowohl bei der kontinuierlichen Verfügbarkeit als auch der spezifischen Verwendung der Mittel mit sich bringen, andererseits auch ein Plus an Flexibilität beim Mitteleinsatz in sich nicht selten sehr schnell verändernden Problemlagen des Verbraucherschutzes.

Die Projektgruppe Anlegerschutz enthält sich insoweit allerdings einer abschließenden Empfehlung, da zur Finanzierung der Verbraucherarbeit von der AG Wirtschaftlicher Verbrau-

cherschutz unmittelbar ein Positionspapier erarbeitet und der VSMK vorgelegt wird, dem hier nicht vorgegriffen werden kann.

## 2. Qualifikation und Zulassung

Eine qualitativ hochwertige Finanzvermittlung und Finanzberatung setzt eine angemessene Berufsqualifikation voraus. Die Anforderungen an die Berufsqualifikation durch Sachkundeprüfungen sollen für alle Berater und Finanzvermittler gelten. Jede Verbraucherin und jeder Verbraucher soll bei einem Kundengespräch die Gewissheit haben, dass der jeweilige Berater oder Vermittler über eine abgeschlossene und passende Berufsqualifikation und damit auch über die entsprechende Kompetenz verfügt, eine fundierte Beratung oder Vermittlung von Finanzprodukten durchzuführen.

### Empfehlung der Projektgruppe

- einheitliches Zulassungsverfahren für alle Berater und Vermittler
- einheitlicher Qualifikationsnachweis mit zweigestuftem Anforderungsniveau (Leitungsebene - Beschäftigtenebene)
- Fachberater für Finanzdienstleistungen (IHK) als Mindeststandard
- Abschluss einer Berufshaftpflicht durch verpflichtende Ausgestaltung von § 33 Abs. 1 Satz 2 KWG
- Registrierung

### 2.1 Praxis / Ausgangslage

Die Finanzmarktkrise hat grundsätzliche Probleme beim Verkauf und der Beratung im Geldanlagebereich offenbart: Verbraucherinnen und Verbrauchern werden in vielen Fällen Produkte empfohlen, die weder ihrer Lebenssituation entsprechen noch auf einer fundierten Analyse der finanziellen Verhältnisse basieren. Dies führt unter anderem dazu, dass Privatanleger erhebliche Summen in Finanzprodukte investieren, die für ihre Zwecke ungeeignet sind. Eine Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz von September 2008 ergab beispielsweise, dass 50 bis 80 Prozent aller langfristigen Geldanlagen mit Verlust vorzeitig abgebrochen werden. Die gesamten Vermö-

genusschäden infolge mangelhafter Finanzberatung beziffert die Studie auf jährlich 20-30 Milliarden Euro.<sup>4</sup>

Zudem zeigte eine Untersuchung der Stiftung Warentest zur Qualität der Bankberatung, die im Dezember 2009 in der Zeitschrift Finanztest veröffentlicht wurde, dass die Bankberatung erhebliche Defizite aufweist. Von 21 untersuchten Instituten wurde keines mit „gut“ bewertet. Zwei Banken erhielten das Urteil „mangelhaft“.

Die Ursachen der Beratungsmängel sind vielfältig. Nach Einschätzung der Projektgruppe verfügen nicht alle auf dem Markt tätigen Anlageberater und -vermittler über die notwendige Beratungskompetenz und das erforderliche Fachwissen. Diese Einschätzung wird auch durch Erfahrungen aus der richterlichen Praxis bestätigt, denen zufolge einzelne Anlageberater und -vermittler selbst nicht in der Lage waren, die Risiken der empfohlenen Anlage zutreffend einzuschätzen.

## **2.2 Bestehende Rechtslage**

Auch wenn Versicherungsprodukte nicht im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung stehen, sind die Entwicklungen im Bereich der Versicherungsvermittlung und die dort geschaffenen Qualifikationsanforderungen ein wichtiger Ausgangspunkt für entsprechende Ansätze beim Vertrieb von Kapitalanlageprodukten.

### **2.2.1 Versicherungsvermittlung**

Durch die Richtlinie 2002/92 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung wurden die Qualifikationsanforderungen an Versicherungsvermittler seit Mitte 2007 deutlich erhöht.

Aufgrund der Umsetzung der Versicherungsvermittlerrichtlinie in nationales Recht wurde die Tätigkeit von Versicherungsvermittlern zum 22.05.2007 grundsätzlich als erlaubnispflichtiges Gewerbe gemäß § 34d Abs. 1 GewO ausgestaltet. Entsprechendes gilt für die Versicherungsberatung über § 34e GewO.

Die Zulassungsvoraussetzungen sind in den §§ 34d Abs. 2 bzw. 34 e Abs. 2 GewO festgeschrieben. Wesentlich sind nach diesen Bestimmungen die Zuverlässigkeit, geordnete Vermögensverhältnisse, der Nachweis der Berufshaftpflichtversicherung, eine Registrierungs-pflicht im Versicherungsvermittlerregister und ein Sachkundenachweis. Als Sachkundenachweis gilt eine bestimmte Prüfung vor der IHK (§ 34d GewO iVm § 1 VersVermV) als auch eine Berufsqualifikation nach § 4 VersVermV. Nach § 19 Abs. 1 VersVermV steht ein vor

---

<sup>4</sup> Evers/Jung: Anforderungen an Finanzvermittler, Studie im Auftrag des BMELV, S. 9. und 76 ff

dem 01.01.2009 abgelegter erfolgreicher Abschluss als Versicherungsfachmann oder -frau des Berufsbildungswerks d. dt. Versicherungswirtschaft e.V. der erfolgreich abgelegten IHK-Sachkundeprüfung gleich.

Als problematische Regelung wird die Möglichkeit der Delegation des Sachkundenachweises nach § 34d GewO angesehen.

## **2.2.2 Qualifikationsanforderungen bei Finanzvermittlern und Finanzberatern**

Bislang existieren in Deutschland keine einheitlichen Zulassungsregelungen für Anlageberater und -vermittler. Kapitalanlagenvermittler unterliegen unterschiedlichen Regelungen. Die rechtliche Beurteilung ist davon abhängig, welche Kapitalanlageprodukte vermittelt werden. Als Rechtsgrundlage für die erforderlichen Genehmigungen kommen sowohl § 32 KWG als auch § 34c GewO in Betracht. Wer Dienstleistungen anbietet, die unter beide Normen fallen, benötigt eine Erlaubnis sowohl der nach Landesrecht zuständigen Behörde als auch der BaFin.

### **a) Grundsatz: Erlaubnispflicht nach § 32 KWG**

Wer im Geltungsbereich des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) Bankgeschäfte in dem in § 1 Abs. 1 KWG bezeichneten Umfang betreiben will, bedarf grundsätzlich der schriftlichen Erlaubnis der BaFin gemäß § 32 Abs. 1 KWG. Hierzu müssen die Voraussetzungen des § 33 KWG vorliegen.

Die fachliche Eignung der Geschäftsleiter setzt nach § 33 Abs. 2 Satz 1 KWG voraus, dass sie in ausreichendem Maße theoretische und praktische Kenntnisse in den betreffenden Bankgeschäften sowie Leitungserfahrung haben. Nach der Regelvermutung des § 33 Abs. 2 Satz 2 KWG wird die fachliche Eignung für diese Leitung in der Regel dann angenommen, wenn eine dreijährige leitende Tätigkeit bei einem Kreditinstitut von vergleichbarer Größe und Geschäftsart nachgewiesen wird. Die Vermutungsregelung ersetzt eine Sachkundeprüfung. Problematisch ist aus Sicht der Projektgruppe, dass die fachliche Eignung der angestellten Anlageberater und -vermittler selbst nicht überprüft wird.

### **b) Ausnahmen von der Erlaubnispflicht nach dem KWG**

§ 2 KWG regelt, welche Unternehmen nicht als Institute anzusehen sind und daher auch nicht der Erlaubnispflicht des § 32 KWG unterliegen. Dazu zählen insbesondere Unternehmen, die bestimmte Formen der gewerbsmäßigen Anlageberatung betreiben (Ausschließ-

lichkeitsbetrieb von Investmentfondsanteilen - § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 iVm § 32 KWG) und Vermittler von Anteilen an geschlossenen Fonds, Krediten und Bausparverträgen.

Insbesondere sieht aber § 2 Abs. 10 KWG eine weitere Ausnahme für Anlagevermittler und -berater vor, die vertraglich ausschließlich an ein für ihre Tätigkeit haftendes Einlagenkreditinstitut oder Wertpapierhandelsunternehmen gebunden sind ("gebundene Vermittler"). Sie gelten nicht als eigene Finanzdienstleistungsinstitute und benötigen keine Erlaubnis nach dem KWG. Auch eine Erlaubnis nach § 34c GewO benötigen diese Vermittler nicht, § 34c Abs. 5 Nr. 3a GewO. Sie unterfallen damit den Regeln des freien Gewerbes, das angezeigt werden muss, § 14 GewO.

### **2.3 Folgerungen und Lösungen**

Die Anlageberatung mündet in eine Empfehlung iSd § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG und enthält einen eindeutigen Ratschlag. Dieser Ratschlag hat anleger- und objektgerecht zu sein; zudem hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen diesen gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG mit Sachkenntnis gewissenhaft zu erarbeiten<sup>5</sup>. Dies bedeutet, dass zumindest nach dieser Auffassung auch die Qualität der Anlageberatung in § 31 WpHG geregelt ist. Eine solche qualitative Anlageberatung sollte jedoch eine gesetzlich vorgeschriebene bestimmte Sachkunde der Vermittler voraussetzen<sup>6</sup>.

Aus Sicht der Projektgruppe erscheint es vor diesem Hintergrund problematisch, dass die Sachkundeerfordernisse, die nach § 32 KWG an die Erlaubnis für das Betreiben gewerbmäßiger Bankgeschäfte gestellt werden, inhaltlich nicht näher konkretisiert sind. Zudem ist die Vielzahl der Ausnahmeregelungen unübersichtlich und stellt die Verbraucher im Einzelfall vor die Schwierigkeit zu erkennen, ob der jeweilige Finanzvermittler/-berater im Einzelfall über eine besondere Sachkunde verfügt.

Entsprechend den versicherungsrechtlichen Bestimmungen (§ 34d GewO iVm § 1 VersVermV) wird eine Sachkundeprüfung vor der IHK vorgeschlagen. Aus Sicht der Projektgruppe sollten auch die Bereichsausnahmen von der Erlaubnispflicht abgeschafft werden. Auch die bislang ausgenommenen Berater und Vermittler sollten einer Erlaubnispflicht z.B. nach dem KWG unterliegen, so dass auch für diese Formen der Anlagevermittlung gesetzliche Voraussetzungen wie beispielsweise die des § 33 KWG vorliegen müssen.

---

<sup>5</sup> Koller, in Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 31 Rn. 54 mwN.

<sup>6</sup> Bsp.: In einer Studie (zit. in FAZ „Die Tücke des Risikos“ v. 13.9.2009) zur Qualität der Finanzberater wurden 87 Finanzberater nach der Volatilität (wichtiges Maß für die Schwankungen) von Aktien, Fonds und anderen Finanzmarktparametern gefragt. Die Umfrage ergab, dass nur 3 von 87 Experten verstanden, was Volatilität bedeutet.



## 2.3.1 Analyse geplanter Rechtssetzungsvorhaben

Im Koalitionsvertrag ist vereinbart, dass die „Anforderungen an Berater und Vermittler insbesondere in Bezug auf Qualifikation, Registrierung, und Berufshaftpflicht in Anlehnung an das Versicherungsvermittlergesetz“ vereinheitlicht werden. „Kein Anbieter von Finanzprodukten soll sich der staatlichen Finanzaufsicht entziehen können“.

Aus Sicht der Projektgruppe setzt das Europarecht dem nationalen Gesetzgeber bei einer entsprechenden Verschärfung der Qualifikationsanforderungen an Finanzberater und -vermittler keine rechtlichen Hindernisse. Die Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG sieht in Art. 5 Abs. 1 Ziffer d lediglich vor, dass die Mitgliedstaaten die Wertpapierfirmen verpflichten „Mitarbeiter zu beschäftigen, die über die Fähigkeiten, Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, die zur Erfüllung der ihnen zugewiesenen Aufgaben erforderlich sind“. Die Umsetzung dieser europarechtlichen Vorgabe erfolgt durch den jeweiligen Mitgliedstaat.

Der Diskussionsentwurf des BMF sieht in der Entwurfsfassung des § 34d WpHG für Anlageberater, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte die grundsätzliche Verpflichtung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor, nur geeignete Mitarbeiter einzusetzen. Auch eine Anzeigepflicht gegenüber der BaFin ist vorgesehen. Zudem plant das BMF auch eine Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte. In diesem Entwurf werden die Anforderungen an die Sachkunde, die Zuverlässigkeit etc. näher konkretisiert. Die vorgesehenen Regelungen sind relativ allgemein gefasst und enthalten auch Bestimmungen über die Gleichstellung anderer Berufsqualifikationen. Der Entwurf verlangt, anders als im Versicherungswesen, nicht notwendigerweise einen Qualifikationsnachweis durch eine öffentliche Stelle. Auch bankinterne Qualifikationen können beispielsweise ausreichend sein. Nicht erfasst wird der ausschließliche Vertrieb von Investmentfonds, für den keine Qualifikationsanforderungen vorgesehen sind. Auch die reine Anlagevermittlung bleibt ausgenommen.

## 2.3.2 Folgerungen

Die Mitglieder der Projektgruppe sind der Ansicht, dass eine Verbesserung der Qualifikation der Berater und Vermittler eine wichtige Voraussetzung für eine anleger- und objektgerechte Beratung darstellt. Zumindest könnten damit Beratungsfehler verringert werden, die auf fehlende Sachkunde und Beratungskompetenz zurückzuführen sind.

Außerdem könne eine verbesserte Qualifikation die Hemmschwelle bei Beratern und Vermittlern erhöhen, aufgrund von Verkaufsvorgaben und Provisionen Produkte zu empfehlen,

die nicht oder nicht in vollem Umfang den Bedürfnissen und Erwartungen der Kunden entsprechen.

Die Projektgruppe schlägt folgende gesetzgeberische Maßnahmen vor:

#### **a) Einheitliche Sachkundeprüfung für alle Finanzberater - zweigestuftes Anforderungssystem**

Es sollte ein einheitlicher Sachkundenachweis (erfolgreicher Abschluss einer Sachkundeprüfung) für alle Personen vorgeschrieben werden, die als Anlageberater und -vermittler tätig sind. Eine Beschränkung auf die Leitungsebene, wie sie im Versicherungswesen besteht, wird als nicht sachgerecht angesehen. Unterschiedlich ausgestaltete Sachkundeprüfungen je nach Produktparten oder in Abhängigkeit von der Komplexität der Produkte sollten auf der Ebene der Mindestqualifikation nicht erfolgen. Zusätzlich könnten die Unternehmen spezialisierte Fortbildungsmaßnahmen durchführen, die gesetzlich nicht geregelt werden müssten. Die Sachkundeprüfung sollte von einer öffentlichen Stelle wie beispielsweise der IHK abgenommen werden. Zertifizierungs- oder Akkreditierungsmodelle sollten für die erforderliche Mindestqualifikation dagegen nicht herangezogen werden.

Eingeführt werden sollte ein zweigestuftes Anforderungssystem:

Die selbständig tätigen Einmannunternehmen sowie die Mitglieder der Geschäftsleitung sollten hinsichtlich der Sachkunde höhere Anforderungen erfüllen müssen. Inhaltlich könnten die Anforderungen, die an den IHK -Ausbildungsgang "Fachwirt für Finanzberatung" gestellt werden, herangezogen werden<sup>7</sup>. Eine Möglichkeit der Delegation des Sachkundenachweises nach unten sollte ähnlich wie in § 34 d Abs. 2 Nr. 4 2. HS GewO normiert, vorgesehen werden. (Dort heißt es: "es ist ausreichend, wenn der Nachweis durch eine angemessene Zahl vom beim Antragsteller beschäftigten natürlichen Personen erbracht wird, denen die Aufsicht über die unmittelbar mit der Vermittlung von Versicherungen befassten Personen übertragen ist und die den Antragsteller vertreten dürfen".)

Das Unternehmen gewährleistet, dass auch die angestellten Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen, die Finanzvermittlung oder Finanzberatung betreiben, über eine entsprechende Fachausbildung verfügen. In Betracht kommt hier die Anforderung des IHK-Ausbildungsganges „Fachberater für Finanzdienstleistungen“ zum Maßstab zu machen<sup>8</sup>. Zudem könnte eine kauf-

---

<sup>7</sup> Die **Anforderungen an die Vorqualifikation der IHK-Ausbildungsgänge Fachwirt für Finanzberatung** ergeben sich prinzipiell aus der jeweiligen Prüfungsordnungen der betreffenden IHK.

<sup>8</sup> Bei dem **Fachberater für Finanzberatung** sollte folgende Vorqualifikation (Bsp. IHK BE) erforderlich sein:

- Prüfung zum Bankkaufmann, Kaufmann in der Grundstücks- u Wohnungswirtschaft in der Versicherungskaufmann und eine mind. 6-monatige berufl. Praxis **oder**

männliche Ausbildung im Finanzbereich (Lehre zum Bank- oder Versicherungskaufmann / -kauffrau als gleichwertig erachtet werden.

Besonderes Augenmerk ist bei der Gestaltung des Sachkundenachweises auf die Vermittlung der Beratungskompetenz zu legen, d.h. der Fähigkeit, die tatsächlichen Bedürfnisse des Anlegers zu erfassen und diese bei der Anlageempfehlung in den Mittelpunkt zu stellen.

Um die praktische Ausbildung der Finanzberater in der Lehrphase nicht zu gefährden, müsste eine Öffnungsklausel zu Ausbildungszwecken geschaffen werden.

Ähnlich wie bei den Versicherungsvermittlern besteht aus Bestandsschutzgründen Bedarf für eine Übergangsregelung. Diese sollte großzügige Übergangsfristen für den Nachweis der Sachkunde vorsehen (z.B. binnen 5 Jahren), ihn im Ergebnis aber von allen Vermittlern und Beratern verlangen.

In regelmäßigen Abständen wiederholte Sachkundenachweise oder zwingend zu absolvierende Fortbildungsmaßnahmen würden eine dauerhaft verbesserte Qualifikation gewährleisten. Gleichwohl wird aus Gründen der Praktikabilität und der Verhältnismäßigkeit darauf verzichtet, die Gültigkeit des Sachkundenachweises gesetzlich zu befristen oder Fortbildungsmaßnahmen gesetzlich vorzuschreiben.

Der Diskussionsentwurf des BMF sieht einen Sachkundenachweis auch für sog. "Vertriebsbeauftragte" vor (§ 34d Abs. 2 WpHG-neu), d.h. Personen, die mit der Ausgestaltung, Umsetzung oder Überwachung von Vertriebsvorgaben betraut sind. Dieser erweiterte Ansatz wird von der Projektgruppe als sinnvoll angesehen. Dass die Sachkundeanforderungen allerdings nicht für den Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds gelten sollen und auch die Anlagevermittlung zumindest nicht ausdrücklich erfasst wird, wird dagegen kritisch bewertet.

---

- Abschlussprüfung in einem sonstigen anerkannten kaufmännischen o. verwaltenden Ausbildungsberuf und eine mindestens 12-monatige berufliche Praxis **oder**

- eine Abschlussprüfung in einem sonst. anerkannten Ausbildungsberuf oder einen wirtschaftsbezogenen Schulabschluss und eine mindestens 18-monatige berufliche Praxis **oder**

- eine mind. 2-jährige berufliche Praxis.

Die berufliche Praxis muss in Tätigkeiten abgeleistet sein, die der beruflichen Fortbildung zum Fachberater für Finanzdienstleistungen dienlich sind (sie muss inhaltlich wesentliche Bezüge zum Bereich der Finanzdienstleistungen aufweisen).

Wird durch die Vorlage von Zeugnissen o. a. glaubhaft gemacht, dass die Kenntnisse, Fertigkeiten u. Erfahrungen vorliegen, die die Zulassung zur Prüfung rechtfertigen, kann Prüfungszulassung auch erteilt werden.

Die inhaltlichen Vorgaben an den Sachkundenachweis im Entwurf der WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung sind nach Einschätzung der Projektgruppe zu unbestimmt und erlauben nur bedingt eine effektive behördliche Überwachung. Besonders problematisch erscheint, dass keinerlei Vorgaben zur Form des Sachkundenachweises gemacht werden und beispielsweise auch eine Stellenbeschreibung als eine mögliche Form des Sachkundenachweises ausdrücklich erwähnt wird. Die Projektgruppe sieht hier erheblichen Verbesserungsbedarf und spricht sich dafür aus, dass grundsätzlich nur Abschlüsse einer öffentlichen oder öffentlich anerkannten Stelle als Qualifikationsnachweis zugelassen werden sollen.

## **b) Anknüpfung des Sachkundenachweises an das Erlaubnisverfahren**

Die stärkste rechtliche Verankerung des Sachkundenachweises könnte durch eine Verknüpfung mit der Zulassung erreicht werden. Sind in einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen Mitarbeiter ohne die erforderliche Qualifikation im Bereich der Anlageberatung oder -vermittlung tätig, fehlt es an einer Zulassungsvoraussetzung. Die Aufhebbarkeit der Zulassung nach § 33 Abs. 2 KWG oder unter den Voraussetzungen des § 49 VwVfG könnte, auch wenn sie *ultima ratio* bleiben wird, einen erheblichen Druck zur Rechtsbefolgung entwickeln. Das Erlaubnisverfahren nach § 32 KWG bildet einen möglichen, ggf. im Einzelnen anzupassenden Anknüpfungspunkt für den Sachkundenachweis aller Anlageberater und -vermittler. Damit entfielen das Erlaubnisverfahren nach § 34c GewO und die parallele Zuständigkeit der Landesbehörden für die Zulassung von bestimmten Gruppen von Anlageberatern und -vermittlern. Die Zulassung würde künftig einheitlich von der BaFin erteilt.

Zur gesetzgeberischen Umsetzung käme in Betracht, die Ausnahmeregelungen von der Erlaubnispflicht nach § 32 KWG für gebundene Vermittler und Ausschließlichkeitsvermittler von Investmentfonds zu streichen (Streichung der § 2 Abs. 6 und Abs. 10 KWG). Nicht näher konnte von der Projektgruppe allerdings untersucht werden, in welchem Umfang eine Anwendung der sonstigen Vorschriften des KWG sachgerecht ist, die sich aus der Streichung der Ausnahmebestimmungen ergäbe. So ist beispielsweise zu prüfen, inwieweit es sinnvoll sein sollte, vertraglich gebundenen Vermittlern auch weiterhin die Möglichkeit einzuräumen, von den Vorschriften über die Angemessenheit der Eigenmittel, der Liquidation und der Kreditgeschäfte befreit zu werden. Die Projektgruppe ist sich allgemein dessen bewusst, dass die Vorschriften des KWG ursprünglich für Kreditinstitute geschaffen wurden und nicht in allen Punkten für Anlageberater und -vermittler, insbesondere wenn sie freiberuflich tätig sind, geeignet sind. Die oben aufgezeigte Anknüpfung an § 32 KWG müsste daher insbesondere hinsichtlich ihrer Folgewirkungen noch einer weitergehenden Prüfung unterzogen werden.

Auch die Vermittler von Anteilen an geschlossenen Fonds sollen der Erlaubnispflicht nach § 32 KWG unterfallen. Dies könnte durch eine Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG um geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen, wie sie beispielsweise in § 8f VerkProspG genannt sind, erreicht werden. Auch insoweit muss näher untersucht werden, welche Vorschriften des KWG neben den §§ 32 und 33 Anwendung finden sollen.

Der Diskussionsentwurf des BMF sieht die von der Projektgruppe vorgeschlagene Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG auf Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspektG vor und wird insoweit begrüßt.

Das BMF verknüpft in seinem Diskussionsentwurf die Anforderungen an die Sachkunde allerdings nicht mit der Zulassung, sondern verankert sie als Organisationspflicht in § 34d WpHG-neu. Die Projektgruppe sieht in diesem Ansatz eine weitgehend gleichwertige Alternative, für die auch gesetzgebungstechnische Erwägungen sprechen.

## **c) Erlaubnisvoraussetzungen im Überblick**

Gestaltet man den Sachkundenachweis (im Gegensatz zum Diskussionsentwurf des BMF) als Zulassungsvoraussetzung, würde die Erteilung der Erlaubnis (u.a.) davon abhängig sein, dass

- aa) der Geschäftsführer/Institutsleiter über eine fachliche Eignung verfügt, deren Anforderungen im Einzelnen (durch eine Verordnung) geregelt werden sollten. Wie im Rahmen der VersVermV müssten Berufsqualifikationen definiert werden, die als Nachweis der erforderlichen Sachkunde anerkannt werden.
- bb) das Finanzdienstleistungsunternehmen sicherstellt, dass jeder für ihn tätige Finanzberater und -vermittler über die erforderliche Mindestqualifikation verfügt. Auch die Anforderungen an diese Mindestqualifikation müssten gesetzlich im Einzelnen definiert werden. Auch hier müssten Berufsqualifikationen definiert werden, die als Nachweis der erforderlichen Sachkunde (dazu unter d)) anerkannt werden.
- cc) das Finanzdienstleistungsinstitut über eine Berufs/ Vermögensschadenshaftpflichtversicherung verfügt.
- dd) eine Meldung in einem von der BaFin geführten Register erfolgt.

## **d) Berufshaftpflichtversicherung**

Nach Auffassung der Projektgruppe ist auch der Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung für Anlageberater und -vermittler - analog der Regelungen im Versicherungsbereich - erforderlich. Verbraucher und Verbraucherinnen, die schlecht beraten worden sind, soll der

Ersatz ihres Schadens garantiert sein. Es besteht kein Grund, warum für Versicherungsmakler der Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung verpflichtend vorgeschrieben ist, während für Finanzvermittler und -berater keine solche Pflicht besteht. Der Schutzeffekt kommt nicht nur den beratenden Kunden zugute, sondern erstreckt sich auch auf den Schutz des Finanzberaters /-vermittlers und dessen Vermögen.

Adressat der Verpflichtung zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung sollte das haftende Unternehmen sein und nicht der einzelne Mitarbeiter. Die Einführung der Versicherungspflicht könnte beispielsweise durch eine Anpassung der bestehenden Regelung in § 33 Abs. 1 Satz 2 KWG erfolgen, die Anlageberatern und -vermittlern bislang die Wahl zwischen einem ausreichenden Anfangskapital und einer Versicherung lässt.

Der Diskussionsentwurf des BMF sieht keine Einführung einer Berufshaftpflicht vor.

#### **e) Einführung einer Registerpflicht für Anlageberater und -vermittler bei der BaFin**

Versicherungsvermittler und Versicherungsberater müssen sich bei der IHK in ein öffentliches Register eintragen (Vermittlerregister - § 11a GewO). Ein solches Register macht den Status der Versicherungsvermittler für die Öffentlichkeit deutlich und für jedermann einsehbar. Auch im Finanzbereich ist das Bedürfnis gegeben, der Allgemeinheit die Überprüfung der Zulassung sowie des Umfangs der zugelassenen Tätigkeit zu ermöglichen. Wenn, wie vorgeschlagen, die Erlaubnispflicht nach § 32 KWG auf alle Anlageberater und -vermittler ausgedehnt wird, ergäbe sich eine Registrierung bereits automatisch durch § 32 Abs. 5 KWG. Die Projektgruppe hält es in diesem Zusammenhang für sinnvoll, in die Registrierung auch Angaben darüber aufzunehmen, ob der Berater bzw. Vermittler für seine Dienstleistung üblicher Weise auch einen wirtschaftlichen Vorteil von dritter Seite erhält (siehe III. Ziff. 1.4).

Der Diskussionsentwurf des BMF und auch der Entwurf einer entsprechenden Verordnung sieht eine behördeninterne Datenbank der BaFin vor, in der die einzelnen als Anlageberater tätigen Mitarbeiter geführt werden sollen.

### **3. Anforderungen an Finanzprodukte und ihre Verwaltung**

Neben den notwendigen Rahmenbedingungen für eine anleger- und objektgerechte Beratung, die unter Ziffer 1 und 2 erörtert wurden, können gesetzliche Anforderungen an Finanzprodukte und ihre Verwaltung einen sehr wesentlichen Beitrag leisten, Anleger vor wirtschaftlichen Schäden zu bewahren. Dies gilt vor allem für Anlageformen wie Anteile an Fondsver-

mögen, bei denen der Ertrag von weiteren Anlageentscheidungen oder dem Erfolg einer geschäftlichen Unternehmung abhängt.

## **Empfehlung der Projektgruppe**

- Zulassungspflicht für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen i.S.v. § 8f VerkProspG
- Anforderungen an die Mindestkapitalausstattung, Geschäftsführung, Rechnungslegung und Beteiligungs- und Kontrollrechte der Anleger bei geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen
- Stärkung der Anordnungsbefugnis der BaFin zur Untersagung bestimmter Produkte im Einzelfall (anlegerschützende Fassung von § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG)

## **3.1 Praxis / Ausgangslage**

Nicht nur Beratungsfehler, sondern auch falsche unternehmerische Entscheidungen oder zur Gewinnerzielung ungeeignete Geschäftsmodelle und Anlagegegenstände sind häufig die Ursache für wirtschaftliche Verluste von Anlegern. Während Verluste bei Investmentfonds durch falsche Anlageentscheidungen von Fondsmanagern entstehen können, ist vor allem bei geschlossenen Fonds zu beobachten, dass einzelne Geschäftsmodelle oder Anlageobjekte bereits von Anfang an bei sorgfältiger und seriöser Betrachtung nicht die versprochenen Gewinne erwarten lassen. Hinzu kommt, dass Schadensersatzansprüche wegen der Verletzung von Vermögensinteressen gegen die Fondsgesellschaft ins Leere gehen, da hierfür das Gesellschaftskapital nicht ausreicht. Eine staatliche Aufsicht findet bei geschlossenen Fonds abgesehen von der auf formale Gesichtspunkte beschränkten Prüfung des Verkaufsprospekts grundsätzlich nicht statt.

Bei Wertpapieren im engeren Sinne (z.B. bei Aktien und Schuldverschreibungen) haben nicht nur das Management, sondern vor allem auch externe Entwicklungen erhebliche Auswirkungen auf den Wert der Anlage.

## **3.2 Bestehende Rechtslage**

Die Analyse der bestehenden Rechtslage erfolgte unter den Aspekten der Zulassung und Zulassungsvoraussetzungen für Anlageprodukte, der Managementverantwortung und der Einlagensicherung.

Nicht näher untersucht werden konnten die Bedingungen für die Verwertung einer Anlage (Verkauf, Rücknahme), aus denen sich ebenfalls Nachteile für den Anleger ergeben können.

## 3.2.1 Zulassungspflicht und Zulassungsvoraussetzungen

### a) Wertpapiere

Wertpapiere, die im regulierten Markt an einer Börse gehandelt werden, sind nach § 32 BörsG zulassungspflichtig. Neben der Veröffentlichung eines behördlich gebilligten Prospekts müssen Wertpapiere nach § 32 Abs. 3 Nr. 1 BörsG i.V.m. Art. 35 der EG-Verordnung Nr. 1287/2006 (Durchführungsvorschrift zu Art. 40 der MiFID (RL 2004/39/EG)) frei handelbar sein und fair, ordnungsgemäß und effizient gehandelt werden können. Aus Art. 35 Abs. 6 der VO (EG) Nr. 1287/2006 ergibt sich, dass hierfür beispielsweise die Bedingungen des Wertpapiers klar und unzweideutig gestaltet sein und eine Korrelation zwischen dem Preis des Wertpapiers und dem Preis des Basiswerts gestatten müssen. Auch müssen ausreichende öffentliche Informationen vorliegen, anhand deren das Wertpapier bewertet werden kann.

Die Bundesregierung wird in § 34 BörsG außerdem ermächtigt, mit Zustimmung des Bundesrates Vorschriften über die Zulassungsanforderungen und das Zulassungsverfahren zu erlassen. Vorschriften zur Zulassung von Wertpapieren zur regulierten Notierung enthält die Börsenzulassungs-Verordnung. Unter anderem legt § 2 BörsZulV Mindestbeträge für das Angebot von Aktien (1.250.000.- €) und andere Wertpapiere (250.000.- €) fest. Ein Emittent von Aktien muss nach § 3 BörsZulV vor der Zulassung grundsätzlich drei Jahre als Unternehmen bestanden haben.

Der sog. "Spieleinwand" ist bei Derivaten und Optionen nach § 37e WpHG ausdrücklich ausgeschlossen, wenn ein Vertragsteil ein Unternehmen ist, das geschäftsmäßig Finanztermingeschäfte abschließt oder vermittelt. Das Bundesministerium der Finanzen kann allerdings durch Rechtsverordnung Finanztermingeschäfte zum Schutz der Anleger verbieten (§ 37g WpHG). Außerdem können die BaFin auf Grundlage von § 4 Abs. 2 WpHG und die Börsenaufsicht auf Grundlage von § 3 Abs. 5 BörsG den Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Handels insoweit anordnen.

Für Schuldverschreibungen und Pfandbriefe gelten außerdem besondere Anforderungen auf Grund des Gesetzes über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG) bzw. des Pfandbriefgesetzes (PfandBG).



## **b) Investmentfonds**

Die Zulassungsanforderungen an Investmentfonds sind im InvG geregelt. Kapitalanlagegesellschaften als Träger von Investmentfonds bzw. Verwalter der Sondervermögen unterliegen nach § 6 InvG einem Formzwang, d.h. sie sind nur in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung zulässig. Ihre Tätigkeit bedarf nach § 7 InvG der Erlaubnis durch die BaFin. Nach § 7b InvG ist die Erlaubnis u.a. dann zu versagen,

- wenn die Anforderungen an die Mittelausstattung nicht erfüllt sind,
- die Geschäftsleiter (mindestens zwei) nicht zuverlässig sind oder ihnen die notwendige Sachkunde fehlt,
- die Kapitalanlagegesellschaft nicht bereit oder in der Lage ist, die erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen zum ordnungsgemäßen Betreiben der Geschäfte, für die sie die Erlaubnis beantragt, zu schaffen.

Nach § 11 InvG beträgt das Mindestanfangskapital 300.000.- €. Ab einem verwalteten Sondervermögen von 1,125 Mrd. € müssen zusätzliche Eigenmittel vorhanden sein.

Für den Jahresabschluss gelten gemäß § 19d InvG die Vorschriften für Kreditinstitute nach §§ 340a bis 340o HGB entsprechend.

Die §§ 30 ff InvG enthalten allgemeine Vorgaben zur Geschäftstätigkeit von Investmentfonds. Beispielsweise ist die Gewährung von Darlehen auf gemeinschaftliche Rechnung untersagt. Auch sind Grundsätze zur Wertbestimmung und zur Rücknahme der Anteile geregelt. In den §§ 46 ff InvG wird geregelt, für welche Vermögenswerte die Kapitalanlagegesellschaft das Sondervermögen einsetzen darf. Dabei wird zur Minderung der Verlustrisiken der Anteil bestimmter Anlagen am Gesamtvermögen begrenzt. Auch die Kreditaufnahme wird gemäß § 53 InvG auf 10 % des Sondervermögens begrenzt.

## **c) Geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen**

Anteile an geschlossenen Fonds und sonstige Beteiligungen dürfen grundsätzlich erst dann öffentlich angeboten werden, wenn ein Verkaufsprospekt gemäß den Vorgaben des VerkProspG erstellt, von der BaFin gestattet und gemäß § 9 VerkProspG veröffentlicht wurde. Die Prospektpflicht besteht beispielsweise nicht, wenn für eine Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile ausgegeben werden oder wenn der Preis des angebotenen Anteils mindestens 200.000.- € je Anleger beträgt (§ 8f Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG).

Die Vorschriften des Handelsgesetzbuchs zur Rechnungslegung gelten nur, wenn die Fondsgesellschaft ein Handelsgewerbe betreibt. Nicht selten werden geschlossene Fonds

jedoch als Gesellschaft des bürgerlichen Rechts eingerichtet, auf die lediglich die allgemeinen Bestimmungen der §§ 705 ff BGB Anwendung finden.

### **3.2.2 Managementverantwortung**

Die Verantwortung für eine ordnungsgemäße Geschäftsführung und Verwaltung der Vermögenswerte ergibt sich aus den handels- und gesellschaftsrechtlichen sowie vertraglichen Sorgfaltspflichten (z.B. § 93 AktG, § 43 GmbHG). Bei der Verwaltung von Sondervermögen durch Investmentfonds bestehen nach den Vorschriften der §§ 30 ff InvG besondere Beschränkungen. Die Geschäftsführung unterliegt außerdem Beteiligungs- und Kontrollrechten der Anteilseigner (bzw. der Gläubiger im Falle von Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen) und ggf. Kontrollgremien (Aufsichtsrat), die in Abhängigkeit von der Rechtsform und dem Gesellschaftsvertrag bzw. der Satzung der Gesellschaft unterschiedlich ausgestaltet sind.

Zu nennen sind darüber hinaus die für Handelsgesellschaften bestehenden Buchführungs- und Rechnungslegungspflichten, die entsprechend der Rechtsform und Größe gestaffelt sind.

### **3.2.3 Sicherung des angelegten Kapitals**

Das angelegte Kapital wird bei bestimmten Anlagen nicht nur durch kaufmännische Sorgfaltspflichten und Rechnungslegungsvorschriften gesichert.

Bei Investmentfonds beispielsweise gelten für einzelne Anlagekategorien sowie für die Kreditaufnahme gesetzliche Beschränkungen, um das Verlustrisiko zu minimieren. Auch ist das Sondervermögen vom übrigen Kapital getrennt zu verwalten. Neben den Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung müssen sich Kapitalanlagegesellschaften, die die Erlaubnis zur individuellen Vermögensbetreuung besitzen, außerdem an der Einlagensicherung nach dem Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz beteiligen. Die Einlagensicherung, die vor allem für Kreditinstitute gilt, gewährt bei Zahlungsunfähigkeit Entschädigungsansprüche. Die Entschädigungsansprüche sind bei Einlagen derzeit auf 50.000.- € begrenzt, bei Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften auf 90 % und 20.000.- €.

## **3.3 Folgerungen und Lösungen**

Betrachtet man die gesetzlichen Rahmenbedingungen für das Angebot und die Verwaltung von Kapitalanlagen, so fällt auf, dass bei Investmentfonds eine relativ hohe Regelungsdichte

besteht, während sich der Gesetzgeber bei Wertpapieren und vor allem bei geschlossenen Fonds weitgehend zurückgehalten hat.

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass eine stärkere Regulierung von Kapitalanlagen und ihrer Verwaltung grundsätzlich dazu beitragen kann, Verluste von Anlegern zu verringern. Handlungsbedarf wird vor allem bei geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen im Sinne von § 8f VerkProspG gesehen.

### **3.3.1 Anforderungen an geschlossene Fonds und sonstige Beteiligungen**

Die ohnehin nicht lückenlos bestehende Prospektpflicht nach dem VerkProspG genügt nicht, um die Anleger im erforderlichen Maße vor vermeidbaren wirtschaftlichen Verlusten zu bewahren. Notwendig erscheint zum einen die Möglichkeit einer *ex ante* Kontrolle der beabsichtigten wirtschaftlichen Unternehmung, um evident unseriöse Geschäftsmodelle vom Markt ausschließen zu können. Zum anderen sollten nach dem Vorbild des Investmentgesetzes materielle Vorgaben für Fondsgesellschaften und ihre Initiatoren geschaffen werden, die helfen, wirtschaftliche Verluste auf Seiten der Anleger zu vermeiden. Neben unmittelbaren Anforderungen an die Fondsgesellschaften, Initiatoren und die Geschäftsführung erscheint es auch wichtig, die häufig durch den Gesellschaftervertrag stark eingeschränkten Beteiligungs- und Kontrollrechte der Anleger zu stärken.

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass für geschlossene Fonds folgende Regelungen getroffen werden sollten:

- Zulassungspflicht für das öffentliche Angebot von Kapitalanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG (ggf. auch für die Emissionsgesellschaft)
- Zulassungsvoraussetzungen in Anlehnung an § 7 InvG, insbesondere Zuverlässigkeit und Gewähr für eine den Grundsätzen eines ordentlichen Kaufmanns entsprechende Unternehmensführung
- Mindestkapital 125.000.- €
- Rechnungslegung nach den Vorschriften für Kapitalgesellschaften (§§ 264 ff HGB) unabhängig von der Rechtsform (soweit nicht strengere Vorgaben gelten)
- Stärkung der Beteiligungs- und Kontrollrechte der Anleger durch Kontrollgremium und nicht dispositive Gesellschafterrechte
- erleichterte Auflösung und Rückabwicklung (unter Berücksichtigung etwaiger Gläubigerinteressen)

Um die gerade in der Anfangsphase (Werbung, Einsammlung von Geldern) notwendige Verzahnung zwischen den Initiatoren und den häufig erst später rechtlich entstehenden Fondsgesellschaften zu erreichen, sollte für die Zulassung vom Antragsteller (in der Regel der Initiator) die Bereitstellung eines Mindestkapitals gefordert werden, das, abgesichert durch eine Einlageverpflichtung im Gesellschaftsvertrag, in das Vermögen der Gesellschaft eingebracht werden müsste. Der Entwurf des Gesellschaftsvertrages wäre gemeinsam mit einem "Business Plan", dem Nachweis des Mindestkapitals und dem Verkaufsprospekt für die Zulassung vorzulegen. Die weiteren Anforderungen z.B. zur Rechnungslegung und zur Stärkung der Beteiligungsrechte der Anleger würden für die Fondsgesellschaft unmittelbar gelten.

Die Vorschläge der Projektgruppe sind im Diskussionsentwurf des BMF (Stand 3. Mai 2010) nicht umgesetzt. Der Diskussionsentwurf des BMF sieht zwar vor, dass die BaFin künftig auch die Kohärenz und Verständlichkeit der Verkaufsprospekte prüfen soll, jedoch werden damit keine materiellen Anforderungen für das Angebot und die Verwaltung von geschlossenen Fonds geschaffen.

### 3.3.2 Anforderungen an Wertpapiere

Neben der besseren Produktinformation wird seit längerem diskutiert, ob Wertpapiere vor ihrer Zulassung künftig stärker materiell geprüft werden sollen. Auch werden zum Teil Beschränkungen für besonders riskante Wertpapiere gefordert. Unter dem Schlagwort "Finanz-TÜV" wird auch eine Kennzeichnung und Klassifizierung von Wertpapieren erwogen.

#### a) Verbote

Ein Verbot der Abgabe bestimmter Wertpapiere an Kleinanleger kann dann in Frage kommen, wenn eine *besondere Gefährdungslage für die Anlegerinteressen besteht, der mit Aufklärungs- und Beratungspflichten nicht adäquat begegnet werden kann*<sup>9</sup>. § 37g WpHG sieht die Möglichkeit vor, Finanztermingeschäfte durch Rechtsverordnung des Bundesministeriums der Finanzen zu verbieten oder zu beschränken. Das BMF hat von dieser als *ultima ratio* anzusehenden Ermächtigung bislang keinen Gebrauch gemacht.

Art. 35 Abs. 6 der Durchführungsverordnung Nr. (EG) 1827/2006 zur MiFID verlangt unter anderem, dass die Bedingungen des Wertpapiers klar und unzweideutig sein müssen und eine Korrelation zwischen dem Preis des Wertpapiers und dem Preis bzw. anderen Wert-

---

<sup>9</sup> vgl. Mülbert/Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, § 37g, Rn. 3

maßstäben des Basiswerts gestatten. Am Bestehen der geforderten Korrelation kann möglicherweise gezweifelt werden, wenn der Gewinn nicht auf eine positive Entwicklung eines Referenzwerts zurückgeführt werden kann (z.B. Leerverkäufe).

Die BaFin hatte auf Grundlage von § 4 Abs. 2 WpHG den Handel mit Wertpapieren auf bestimmte ungedeckte Leerverkäufe infolge der Finanzkrise im Jahre 2008 bis 31.01.2010 untersagt. Allerdings erfolgte die Untersagung nicht zum Schutz der Anleger, sondern gemäß der Befugnisnorm des § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG zum Schutz des Finanzmarktes.

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass bei einer ausreichend deutlichen Produktinformation und Kennzeichnung ein generelles *ex ante* Verbot selbst hochriskanter Wertpapierkategorien aus Verbraucherschutzsicht nicht zwingend erforderlich ist. Wenn die Funktionsweise eines Wertpapiers deutlich als "Spiel und Wette" angegeben ist, zum Beispiel an hervorgehobener Stelle in einem Produktinformationsblatt, kann auf ein generelles Verbot im Rahmen einer Verordnung auf Grundlage von § 37g WpHG verzichtet werden. Der Gesetz- und Verordnungsgeber sollte jedoch die volkswirtschaftlichen Gefahren einzelner Finanzinstrumente durchaus ernst nehmen.

Dessen ungeachtet sollte die Anordnungsbefugnis der BaFin auf Grundlage von § 4 Abs. 1 und 2 WpHG dahingehend ausdrücklich ausgeweitet werden, dass sie auch dann besteht, wenn ein Einschreiten zum Schutz der Anleger vor erheblichen Nachteilen erforderlich ist. § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG nennt bislang als Schutzgüter den ordnungsgemäßen Handel und den Finanzmarkt, wobei umstritten scheint, ob und ab welcher Schwere die Beeinträchtigung von Anlegerinteressen als eine Störung des Finanzmarktes begriffen werden kann.

Die Projektgruppe schlägt daher vor, dass in § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG nach den Wörtern "für den Finanzmarkt" die Wörter "sowie die Kunden" eingefügt werden.

Damit kann insbesondere ein Handel mit Wertpapieren, deren Risiken durch bestimmte Entwicklungen, die bei ihrer Emission noch nicht vorhersehbar waren, wirksam gestoppt werden. Auch kann mit der vorgeschlagenen Änderung in § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG der Handel vorübergehend untersagt werden, wenn die Produktinformationen unrichtige Risikobeschreibungen oder -bewertungen enthalten.

## **b) Kennzeichnung und Klassifizierung**

Die Zulassung von hochriskanten Finanzinstrumenten zur Abgabe an nicht professionelle Anleger ist aus Verbraucherschutzsicht nur vertretbar, wenn der Anleger effektiv über die

Risiken des Produktes aufgeklärt wird. In diesem Zusammenhang wird unter dem Schlagwort des "Finanz-TÜV" eine standardisierte Kennzeichnung von Anlageprodukten durch Dritte (staatliche Finanzaufsicht, private Zertifizierungsstellen) diskutiert.

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass eine eigenverantwortliche Kennzeichnung durch die Emittenten grundsätzlich vorzugswürdig ist. Bei einer Kennzeichnung durch Dritte wird die Gefahr gesehen, dass sich die Emittenten und die Vertriebsebene ihrer Verantwortung gegenüber den Anlegern entziehen. Auch kann ein Risikotestat zu Fehlvorstellungen beim Anleger über die tatsächlichen Risiken führen (und möglicherweise auch den Einfluss fragwürdiger Ratings erhöhen). Überdies muss sich die behördliche Prüfung allein aus Kapazitätsgründen auf eine Plausibilitätsprüfung beschränken.

Diskussionswürdig erscheint dabei auch ein Modell, bei dem die Klassifizierung nach Risikokategorien mit Rechtsfolgen für die Beweislast verknüpft wird. Im Falle eines als "sicher" oder "risikoarm" eingestuften Anlageproduktes würde bei erheblichen Verlusten eine Beweislastumkehr eingreifen. Der Emittent oder Vertreiber müsste damit die Vermutung widerlegen, dass der Anleger unzutreffend über die Risiken informiert wurde (zur Beweislastumkehr siehe ausführlich Kap. III. Ziff. 4.1).

### **3.3.3 Anforderungen an Investmentfonds**

Im Bereich von Investmentfonds besteht bereits ein weitgehend dichtes Netz von Anforderungen. Optimierungsbedarf wird hier hinsichtlich der Einlagensicherung bzw. der Anlegerentschädigung nach dem EAEG gesehen, die derzeit auf die individuelle Vermögensverwaltung und die Anlageberatung beschränkt ist.

Auch kann die Schließung von Immobilienfonds infolge eines Rückzugs einzelner Investoren und einer Neubewertung der Immobilienvermögen für Anleger mit erheblichen Verlusten verbunden sein. Ob die vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) vorgeschlagene Einführung einer Mindesthaltefrist von zwei Jahren und die Verlängerung der Kündigungsfristen bei offenen Immobilienfonds im Ergebnis die Situation der Anleger verbessert, wird von der konkreten Ausgestaltung des angekündigten Gesetzentwurfs abhängen. Aus Sicht der Projektgruppe wird in jedem Fall darauf zu achten sein, dass Kleinanleger in ihrer Entscheidungsfreiheit nicht zu stark eingeschränkt werden und die Verwertbarkeit der Fondsanteile gewahrt bleibt. Denn auch wenn eine Anlage in einen Immobilienfonds ein langfristiges Anlageziel voraussetzt, sollte die geplante Neuregelung nicht zu einer Bindung des Anlegers wie bei

einem unmittelbaren Immobilienerwerb führen. Die Projektgruppe ist insofern der Auffassung, dass bei den angekündigten Neuregelungen eine schwellenwertabhängige Differenzierung zwischen Großanlegern und Kleinanlegern geprüft werden muss.

## 4. Haftung und Rechtsdurchsetzung

Eine lückenlose und ausgewogene Regelung der Haftung nützt zunächst dem geschädigten Anleger, der seine Schadensersatzforderungen gerichtlich geltend macht. Aufgrund der generalpräventiven Wirkung der Haftung können Verbesserungen im Haftungsregime aber auch dem Anlegerschutz und dem Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt insgesamt dienen. Denn zumindest die meisten seriösen Unternehmen sind daran interessiert, ihre Tätigkeit so zu organisieren und zu gestalten, dass sie keine Haftung auslöst.

Ein umfassendes Haftungsregime allein nützt aber wenig, wenn sich die Haftung nicht durchsetzen lässt. Einen Weg, den Anlegern die gerichtliche Durchsetzung ihrer Ansprüche zu erleichtern, zeigt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz auf.

Der Abschnitt „Haftung und Rechtsdurchsetzung“ befasst sich mit folgenden Aspekten: Haftung der Anlageberater (4.1), Haftung der Emittenten (4.2) und Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (4.3).

### 4.1 Haftung der Anlageberater

Die Finanzkrise hat bereits seit langem bestehende Schwächen der Anlageberatung sichtbar gemacht. Bundesweit haben sich derzeit zahlreiche Gerichte mit der Frage auseinanderzusetzen, ob die unter III Ziff. 1.2 erläuterten Pflichten zur anleger- und objektgerechten Beratung bei der Empfehlung von Lehman-Zertifikaten beachtet wurden. Häufig scheitern Klagen von Anlegern an der Hürde der Beweislastverteilung. Das wirft die Frage nach Verbesserungsmöglichkeiten auf.

#### Empfehlung der Projektgruppe

- Umkehr der Beweislast für den Fall des gesetzwidrigen Fehlens, der Unvollständigkeit oder der verspäteten Erstellung des Beratungsprotokolls
- Erstreckung der Protokollierungspflicht gem. § 34 Abs. 2 a WpHG auf die Ausschließungsvermittler von Investmentfonds und die Vermittler von geschlossenen Fonds (vgl. auch 1.2.3)

### 4.1.1 Praxis/Ausgangslage

In der Praxis zeichnen sich die Fälle der Anlageberatungshaftung durch zwei Umstände aus: Objektive neutrale Dritte, die Auskunft über den Ablauf des Beratungsgesprächs geben könnten, stehen regelmäßig nicht zur Verfügung. Vielmehr stehen sich meist nur die Aussagen am Prozessausgang interessierter Personen (Mitarbeiter des Anlageberaters/-vermittlers als Zeuge auf der einen Seite gegen Anleger oder dessen nächste Verwandte) unvereinbar gegenüber. Lässt sich nicht klären, wessen Aussage wahr ist, verliert derjenige den Prozess, der die objektive Beweislast trägt.

Die Möglichkeiten, eine objektive Beweislastentscheidung zu vermeiden, sind grundsätzlich für Anlageberater/-vermittler besser als für den Anleger. Die meisten Anleger erkennen erst im Prozess, welche Maßnahmen es bedurft hätte, um die eigene Beweissituation zu verbessern. Demgegenüber haben Anlageberater/-vermittler aufgrund ihres Wissensvorsprungs von vorneherein die Möglichkeit, auf eine spätere Beweisbarkeit des Inhalts des Beratungsgesprächs zu achten. Sie bringen sich häufig durch die Dokumentation des Beratungsgesprächs oder das Unterzeichnenlassen bestimmter Erklärungen durch den Kunden („Ich habe den Prospekt ausgehändigt bekommen“; „Ich habe von der Risikoklasse 5 der Aktien Kenntnis erlangt“ etc.) in eine bessere Beweisposition.

### 4.1.2 Analyse der bestehenden Regelungen/Rechtsprechung zur Beweislast

Die Haftung der Anlageberater/-vermittler für fehlerhafte Beratung oder Aufklärung fußt i.d.R. auf vertraglicher Grundlage. So kommt eine Verletzung der Pflichten aus einem zumeist stillschweigend geschlossenen Beratungsvertrag oder Auskunftsvertrag in Betracht. Auch aus vorvertraglichen oder anderweitigen vertraglichen Beziehungen können Informations- und Aufklärungspflichten erwachsen, die zu einer Haftung des Anlageberaters/-vermittlers aus § 280 BGB (positive Vertragsverletzung) oder §§ 280 Abs. 1 BGB i.V.m. § 311 Abs. 2, § 241 Abs. 2 BGB (culpa in contrahendo) führen können.



## **a) Geltende Beweislastverteilung**

Wer Schadensersatzansprüche aus culpa in contrahendo oder positiver Vertragsverletzung herleitet, trägt nach allgemeiner Meinung grundsätzlich die Beweislast für sämtliche Voraussetzungen dieser Ansprüche. Für Verstöße gegen Aufklärungspflichten durch Anlageberater/-vermittler sind zwei wesentliche durch die Rechtsprechung entwickelte Besonderheiten zu beachten.

Der Kunde hat die Pflichtverletzung des Anlageberaters/-vermittlers zu beweisen. Die Rechtsprechung kommt dem Kunden dadurch entgegen, dass er seiner Darlegungslast zunächst durch die Behauptung genügt, über bestimmte aufklärungsbedürftige Aspekte des Anlageprodukts nicht aufgeklärt worden zu sein. Der Anlageberater/-vermittler seinerseits muss die Behauptung substantiiert bestreiten, d.h. darlegen, über welche Aspekte er den Kunden wie, wann und wo aufgeklärt hat (sog. sekundäre Darlegungslast). Der Kunde muss dann die Unrichtigkeit der Gegendarstellung des Anlageberaters/-vermittlers beweisen.

Für den Beweis der Kausalität gelten ebenfalls Besonderheiten. Nach den allgemeinen Beweislastregeln müsste der Geschädigte beweisen, dass er sich bei ordnungsgemäßer Beratung oder Aufklärung in einer Weise verhalten hätte, bei der der Schaden nicht eingetreten wäre. Der strikte Beweis für einen solchen hypothetischen Kausalverlauf dürfte kaum zu führen sein. Auch könnte diese Beweislastverteilung dem Schutzzweck der Aufklärungspflicht zuwiderlaufen. Der BGH geht deshalb in ständiger Rechtsprechung (für viele BGHZ 61, 118, 121 f) von einer Beweislastumkehr aus, wenn nur eine bestimmte Möglichkeit aufklärungsrichtigen Verhaltens besteht, wenn also nicht ernsthaft zweifelhaft sein kann, wie ein Vertragspartner nach zutreffender Beratung oder Aufklärung vernünftigerweise reagiert hätte. Der Anlageberater/-vermittler muss dann beweisen, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßer Information eingetreten wäre. Unklarheiten gehen dabei zu Lasten des Anlageberaters/-vermittlers.

Sind dagegen ernsthaft mehrere Möglichkeiten der Reaktion des Kunden auf eine sachgemäße Aufklärung oder Beratung möglich, bleibt es bei dem allgemeinen Grundsatz, dass der volle Kausalitätsbeweis erbracht werden muss.

Trotz dieser Beweiserleichterungen trägt nach der geltenden Rechtslage grundsätzlich der Kunde die Beweislast für die Pflichtverletzung, d.h. er muss beweisen, dass die Beratung nicht anlegergerecht oder nicht objektgerecht war.

## **b) Auswirkungen des Beratungsprotokolls**

Wie bereits unter 1.2.2. e) ausführlich dargestellt, besteht seit 1.1.2010 die Pflicht der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, über jede Anlageberatung ein Beratungsprotokoll zu erstellen, das u.a. Angaben über das in Rede stehende Finanzinstrument und die genannten Empfehlungen samt der wesentlichen Gründe für diese Empfehlungen enthalten muss (§ 14 Abs. 6 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung). Es ist davon auszugehen, dass das Beratungsprotokoll Auswirkungen auf die Beweissituation haben wird.

Legen die Parteien in einem Zivilprozess ein über ein Beratungsgespräch angefertigtes und ordnungsgemäß ausgehändigtes Protokoll vor, so wird eine Vermutung dafür sprechen, dass die dort aufgeführten Informationen auch gegeben worden sind (Vollständigkeits- und Richtigkeitsvermutung). Umgekehrt dürfte eine Vermutung dafür sprechen, dass Pflichtangaben, die nicht im Protokoll enthalten sind, auch nicht Gegenstand des Beratungsgesprächs waren. Soweit die Dokumentationspflicht durch das Beratungsprotokoll reicht, wird es für den Fall der Unvollständigkeit der Dokumentation voraussichtlich zu von der Rechtsprechung zu entwickelnden Beweiserleichterungen für den Anleger kommen. Allerdings lässt sich das Maß der Beweiserleichterung (Beweislastumkehr oder Anscheinsbeweis etc.) nicht sicher vorhersehen. Mangels gesetzlicher Regelung wird es zunächst voraussichtlich keine einheitliche Rechtsprechung geben. Ebenfalls nicht eindeutig ist, ob Beweiserleichterungen auch dann gewährt werden, wenn das Protokoll zu spät oder gar nicht ausgehändigt wird.

### **4.1.3 Folgerungen und Lösungen**

Die Projektgruppe ist der Auffassung, dass eine verlässliche und einheitlich zu handhabende Regelung der Beweislast nur durch den Gesetzgeber geschaffen werden kann. Sie empfiehlt daher, in § 34 Abs. 2 WpHG eine gesetzliche Regelung aufzunehmen, die die Wirkung des pflichtwidrigen Fehlens, der verspäteten Aushändigung oder der Unvollständigkeit des Beratungsprotokolls auf die Beweislast eindeutig klarstellt. Fehlt das Protokoll völlig oder wurde es dem Kunden zu spät ausgehändigt, sollte der Anlageberater die Beweislast für die Fehlerfreiheit der Beratung tragen müssen. Das gleiche sollte gelten, soweit das Protokoll unvollständig ist. Dass nichtprotokollierte Pflichtangaben im Beratungsgespräch gemacht wurden, müsste dann der Anlageberater beweisen.

Dieser Vorschlag führt nicht nur zu größerer Rechtssicherheit, sondern stellt auch einen angemessenen Ausgleich zwischen den Interessen der Kunden und der Anlageberater dar. Schließlich haben es die Anlageberater durch pflichtgemäßes Verhalten in der Hand, den

Eintritt der Beweislastumkehr zu vermeiden. Die strukturelle Unterlegenheit der Anleger würde durch diese Maßnahme zumindest ein Stück weit beseitigt.

Bereits unter III. Ziff. 1.2.3 a) wurde ausgeführt, dass die Dokumentationspflichten auch auf den Vertrieb von Investmentfonds und geschlossenen Fonds ausgedehnt werden müssen. Das gilt umso mehr, wenn man - wie vorgeschlagen - an die Verletzung der Dokumentationspflicht Folgen für die Beweislastverteilung knüpft. Denn es ist kein vernünftiger Grund für unterschiedliche Beweislastregelungen je nach vertriebenem Produkt ersichtlich.

## **4.2 Haftung der Emittenten**

Neben der Haftung der Anlageberater spielt für den Anleger die Möglichkeit, den Emittenten oder Produktverantwortlichen für fehlerhafte Informationen über das Anlageprodukt in Anspruch zu nehmen, eine große Rolle. Von besonderer Bedeutung ist im Bereich der Kapitalmarktinformationen der Prospekt. Denn dieser soll einen umfassenden Überblick über alle wesentlichen Eigenschaften des Produkts, insbesondere seine Vorzüge und Nachteile, verschaffen. Neben dem Prospekt kommen aber auch anderen Informationen potentiell Bedeutung für den Anleger zu. Diese können im Wesentlichen danach unterschieden werden, ob sie regelmäßig (wie z.B. Jahresberichte) oder ad-hoc (wie Insiderinformationen) zu publizieren sind. Nach Auffassung der Projektgruppe gibt es bei den Regelungen über die Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen in allen drei Bereichen (Prospekt/Ad-Hoc-Publizität/Regelpublizität) Verbesserungsbedarf.

### **Empfehlung der Projektgruppe**

- Erstreckung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung auf sog. Prospektbegleiter
- Einführung einer spezialgesetzlichen Prospekthaftung auch für Anlagen, die nach Ablauf von 6 Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot erworben werden (allerdings ohne die innerhalb der ersten 6 Monate geltende Vermutung der Kausalität des Prospektfehlers für die Anlageentscheidung)
- Streichung der Sonderverjährungsfristen in § 46 BörsG, § 13 a Abs. 5 VerkProspG, § 127 Abs. 5 InvG und in § 37 b Abs. 4 und § 37 c Abs. 4 WpHG
- Einführung spezialgesetzlicher Haftungsgrundlagen für fehlerhafte Regelpublizität

### 4.2.1 Praxis/Ausgangslage

In der forensischen Praxis nehmen Prospekthaftungsklagen einen breiten Raum ein. Das gilt vor allem für den Bereich des „Grauen Kapitalmarkts“. Häufig werden hierbei auch andere Personen als die eigentlichen Initiatoren, wie beispielsweise Wirtschaftsprüfer, die für Teile des Prospektes verantwortlich zeichnen, oder Treuhänder bzw. Mittelverwendungskontrolleure, in Anspruch genommen. Die Haftung dieser Personengruppe ist für die Anleger wirtschaftlich oft sehr bedeutend, weil die Initiatoren meist bereits insolvent sind oder dies aufgrund einer Vielzahl anhängiger Prozesse werden.

Aufgrund der Schaffung von eigenständigen spezialgesetzlichen Haftungsgrundlagen für Ad-hoc-Mitteilungen ist deren Bedeutung in den letzten Jahren ebenfalls angewachsen. Das gilt insbesondere in auf Betrug angelegten Fällen wie *Comroad*<sup>10</sup>, in dem der qua Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichte Umsatz zu 90 % erfunden war. Nur eher selten wird derzeit eine Klage auf einen Fehler der regelmäßig zu publizierenden Informationen gestützt. Das dürfte seinen Grund zum einen darin haben, dass nur ein kleiner Bruchteil der Aktieninhaber vor seiner Anlageentscheidung die regelmäßig zu publizierenden Berichte liest. Vor allem fehlt es im Bereich der Regelpublizität an einer spezialgesetzlichen Haftungsgrundlage.

### 4.2.2 Analyse der bestehenden Regelungen

#### a) Prospekthaftung

Grundsätzlich muss man bei der Prospekthaftung drei Arten unterscheiden:

Zum einen existiert die spezialgesetzliche Prospekthaftung, geregelt in §§ 44 ff BörsG, §§ 13, 13 a VerkProspG, § 127 InvG. Sie zeichnet sich durch folgende Merkmale aus: Ihr unterliegen nur die eigentlichen Prospektverantwortlichen, nicht aber die sog. Prospektbegleiter, die wie z.B. die Wirtschaftsprüfer nur für einen Teil der Prospektangaben verantwortlich zeichnen. Gehaftet wird nur für grobe Fahrlässigkeit, § 45 Abs. 1 BörsG. Nur derjenige kann einen Anspruch geltend machen, der die Anlage innerhalb von 6 Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot erworben hat. Ein Nachweis der Ursächlichkeit des Prospektfehlers für die Anlageentscheidung ist nicht erforderlich.

Daneben bestehen die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engen Sinn (häufig auch im eigentlichen Sinn genannt) und die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiten Sinn

---

<sup>10</sup> Comroad AG, Unternehmen für Telematik- und Navigationssysteme, dessen betrügerisches Geschäftsmodell im Jahr 2002 bekannt wurde

(häufig auch im uneigentlichen Sinn genannt).

Beide Arten der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung wurden von der Rechtsprechung auf der Grundlage der cic (jetzt § 311 BGB) entwickelt. Sie unterscheiden sich im Wesentlichen dadurch voneinander, dass bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engen Sinn für die Inanspruchnahme typisierten Vertrauens gehaftet wird, während bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im weiten Sinn enttäushtes persönlich in Anspruch genommenes Vertrauen die Haftung auslöst. Im Rahmen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung können auch sog. Prospektbegleiter in Anspruch genommen werden. Gehaftet wird für alle Verschuldensformen. Es gibt weder eine Ausschlussfrist noch eine Umkehr der Beweislast hinsichtlich der Kausalität des Prospektfehlers für die Anlageentscheidung.

Der wichtigste Anwendungsfall der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung war bisher der Vertrieb von Anlagen im Grauen Kapitalmarkt, also insbesondere von Beteiligungen an Anlagegesellschaften in der Rechtsform einer KG oder einer GmbH & Co KG, an Immobilienfonds und Bauherren- und sonstigen Bauträgermodellen.

Aufgrund des § 13 VerkProspG besteht für die Mehrzahl dieser Fälle seit 2005 eine spezialgesetzliche Regelung der Prospekthaftung. Das wirft die wegen der unterschiedlichen Anspruchsvoraussetzungen interessante Frage nach dem Verhältnis der spezialgesetzlichen zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung auf. Der BGH hat hierzu noch nicht Stellung genommen. In der Literatur herrscht die Ansicht vor, dass die spezialgesetzliche Prospekthaftung die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung verdrängt. Für diese Ansicht sprechen auch einige gute Gründe (vor allem das Bestreben, Wertungswidersprüche zu vermeiden), die hier nicht näher dargestellt werden müssen. Für den Anlegerschutz führt der abschließende Charakter der spezialgesetzlichen Prospekthaftung aber sowohl bezüglich der Prospektbegleiter als auch wegen der ausnahmslosen Ausschlussfrist zu Lücken.

Die Ansprüche aus der spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterliegen einer kurzen Sonderverjährung, die eine einjährige kenntnisabhängige relative Verjährungsfrist und eine dreijährige absolute Verjährungsfrist vorsieht, § 46 BörsG und § 13 a Abs. 5 VerkProspG, § 127 Abs. 5 InvG.

## **b) Haftung für fehlerhafte oder fehlende Ad-hoc-Mitteilungen**

Mit §§ 37 b und 37 c WpHG sind spezialgesetzliche Schadensersatzanspruchstatbestände für unterlassene und unwahre Ad-hoc-Mitteilungen von Insiderinformationen geschaffen

worden. Die spezialgesetzlichen Schadensersatzansprüche unterliegen einer kurzen Sonderverjährung, § 37 b Abs. 4, § 37 c Abs. 4 WpHG, die eine einjährige kenntnisabhängige relative Verjährungsfrist und eine dreijährige absolute Verjährungsfrist vorsieht.

### **c) Haftung für regelmäßig zu publizierende Informationen**

Die im Rahmen des WpHG geschaffenen spezialgesetzlichen Schadensersatzanspruchstatbestände beziehen sich nur auf unterlassene und unwahre ad hoc zu publizierende Insiderinformationen. Für regelmäßig zu publizierende Kapitalmarktinformationen wie beispielsweise Jahresberichte gibt es keine spezialgesetzlichen Haftungsgrundlagen. Trifft ein Anleger aufgrund einer fehlerhaften im Jahresbericht enthaltenen Information eine Anlageentscheidung, kann er Schadensersatz daher nur bei Vorliegen der Voraussetzungen der § 826 BGB oder § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 AktG erfolgreich geltend machen. Beide Anspruchsgrundlagen setzen aber vorsätzliches Handeln voraus. Solches ist außer bei klaren Betrugsfällen schwer nachweisbar.

## **4.2.3 Folgerungen**

### **a) Prospekthaftung**

Die bisherige Regelung der Prospekthaftung ermöglicht die Inanspruchnahme sog. Prospektbegleiter nicht. Unter Prospektbegleitern, zumeist berufliche Sachkenner wie Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwälte, werden diejenigen Personen verstanden, die lediglich für einen bestimmten Teil des Prospekts inhaltlich verantwortlich sind und für diesen auch nach außen sichtbar verantwortlich zeichnen. Eine auf den eigenen Beitrag begrenzte unmittelbare Teilprospekthaftung der Prospektbegleiter ist für einen umfassenden Anlegerschutz aber unabdingbar. Andernfalls führte die Arbeitsteilung bei der Prospekterstellung zu Haftungsprivilegien, die auch angesichts des Beitrags, den die Wirtschaftsprüfer regelmäßig zur Außenwirkung des Prospekts leisten, nicht gerechtfertigt sind. Auch unter generalpräventiven Gesichtspunkten sollte eine Haftungsgrundlage für die Inanspruchnahme typisierten Vertrauens durch berufliche Sachkenner existieren. Denn ein von vorneherein bestehender Haftungsfreischein trägt nicht dazu bei, dass die beruflichen Sachkenner ihre Expertisen mit der erforderlichen Sorgfalt und Gründlichkeit erstellen. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung sollte daher um eine Haftung der Prospektbegleiter ergänzt werden, die neben die Haftung der Prospektverantwortlichen tritt.

Die spezialgesetzliche Prospekthaftung schließt Ansprüche derjenigen Anleger, die die Anlage später als 6 Monate nach dem ersten öffentlichen Angebot erworben haben, von vorne-

herein aus. Es erscheint aber durchaus realistisch, dass auch nach Ablauf der Sechs-Monats-Frist ein fehlerhafter Prospekt ursächlich wird für eine Anlageentscheidung und der Anleger den entsprechenden Kausalitätsnachweis führen kann. Auch lädt der derzeit bestehende Ausschluss der gesetzlichen Prospekthaftung nach Ablauf der 6-Monatsfrist möglicherweise zu Missbrauch ein, indem die Anlage erst nach Ablauf dieses Zeitraums massiv beworben wird. Der rigorose Ausschluss jedes Prospekthaftungsanspruchs für später erworbene Anlagen ist daher nicht sachgerecht. Er sollte durch folgendes gestufte Haftungsregime ersetzt werden: Für innerhalb der 6 Monats-Frist gezeichnete Anlagen bleibt es bei der derzeitigen Regelung, insbesondere wird die Ursächlichkeit des Prospektes für den Erwerb widerleglich vermutet, § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG. Für nach Ablauf der 6 Monatsfrist gezeichnete Anlagen wird eine spezialgesetzliche Haftung unter denselben Voraussetzungen mit einer entscheidenden Abweichung geschaffen: Hier muss der Anleger die Kausalität des Prospektfehlers für seine Anlageentscheidung dartun und beweisen.

Dieses gestufte Regime würde künftig für ausgewogenere Lösungen sorgen.

Die Regelungen zur Sonderverjährung in § 46 BörsG, § 13 a Abs. 5 VerkProspG und § 127 Abs. 5 InvG sollten gestrichen werden. Sie widerspricht den Zielen des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes, eine Vereinheitlichung der Verjährungsvorschriften anzustreben, soweit keine zwingenden Sachgründe für abweichende Regelungen bestehen. Zwingende Sachgründe für eine kürzere Verjährungsfrist sind nicht ersichtlich. In der Praxis zwingt vor allem die relativ kurze absolute Verjährungsfrist häufig zur Einreichung von Klagen auf Verdacht oder Vorrat, wenn Gerüchte über Prospektfehler im Raum stehen, deren Verifizierung erhebliche Zeit in Anspruch nimmt. Folge der Aufhebung der Sonderverjährungsvorschriften ist, dass die Regelverjährungsfrist des BGB Anwendung findet.

#### **b) Haftung für fehlerhafte oder fehlende Ad-hoc-Mitteilungen**

Die Regelung zur Sonderverjährung in § 37 b Abs. 4 und § 37 c Abs. 4 WpHG sollte ebenfalls gestrichen werden. Auch hier sind keine zwingenden Sachgründe für abweichende Regelungen ersichtlich. Die in § 37 b, c WpHG haftungsbewehrten Pflichten unterscheiden sich nicht in besonderer Weise von anderen deliktischen oder vertraglichen Pflichten, so dass kein zwingender Sachgrund für eine abweichende Regelung besteht. Die Gefahr von Spekulationen zum Nachteil des Emittenten lässt sich über die Schadensminderungsobligiertheit und das Rechtsinstitut der Verwirkung hinlänglich in den Griff bekommen.

Die Verjährungsvorschriften sollten daher gestrichen werden mit der Folge, dass die Regelverjährungsfrist des BGB Anwendung findet.

### **c) Haftung für regelmäßig zu publizierende Informationen**

Für einen umfassenden Anlegerschutz ist es erforderlich, auch für regelmäßig zu publizierende Informationen eine nach dem Vorbild der § 37 b und § 37 c WpHG ausgestaltete spezialgesetzliche Anspruchsgrundlage zu schaffen. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass der private Anleger diese Informationen regelmäßig nicht liest und daher die Anspruchsvoraussetzungen ohnehin nicht dartun kann. Denn wenn der Gesetzgeber schon für die Ad-hoc-Publizität eine spezialgesetzliche Anspruchsgrundlage für notwendig erachtete (und diese in der forensischen Praxis durchaus auch Bedeutung für Privatanleger erlangt hat), so muss das erst recht für die Regelpublizität gelten. Schließlich unterrichten Ad-hoc-Mitteilungen regelmäßig nur über eine bedeutende Einzeltatsache, während beispielsweise ein Jahresbericht über die Entwicklung eines Unternehmens im vergangenen Jahr einen umfassenden Überblick gibt und deshalb für Anlageentscheidungen ungleich relevanter ist. Überdies kommt es für einen Schadensersatzanspruch nicht darauf an, ob der Anleger die Information selbst liest. Vielmehr genügt es, wenn der Anleger Presseberichte zur Kenntnis nimmt, die die fehlerhaften Informationen wiedergeben oder den Empfehlungen seines Anlageberaters folgt, die wiederum auf den fehlerhaften Informationen gründen. Diese Konstellationen kommen auch bei Privatanlegern häufig vor. Auch eine letzte Überlegung spricht für die Schaffung der spezialgesetzlichen Haftung. Die relativ kurze Anlagestimmung, die einem Prospekt zugesprochen wird, gründet in dem Umstand, dass nach Ablauf von 6 Monaten andere Aspekte wie der Geschäftserfolg, Umsatzzahlen etc. für die Anlageentscheidung wichtiger werden und die Prospektinformationen überlagern. Diese Aspekte gehören i.d.R. zu den regelmäßig zu publizierenden Informationen. Wenn die Kausalitätsvermutung im Rahmen der Prospekthaftung endet, weil andere Informationen für das Anlagepublikum wichtiger werden, so kann im Rahmen der Haftung für die Regelpublizität nicht ohne Logikbruch argumentiert werden, dass diese anderen Informationen ohnehin nicht zur Kenntnis genommen werden.

## **4.3 Rechtsdurchsetzung - Kapitalanleger-Musterverfahrens-Gesetz**

Neben individuellen Fällen von Beratungsfehlern gibt es Haftungsfälle, bei denen zahlreiche Anleger aufgrund eines identischen oder in wesentlichen Teilen weitgehend vergleichbaren Sachverhalts durch einen Finanzdienstleister geschädigt wurden.



Die deutsche Zivilprozessordnung ist strukturell darauf ausgerichtet, dass jeder einzelne Anspruchsteller eine gesonderte Klage einzureichen hat. Gerade in Kapitalanlagehaftungsfällen hat das zweierlei Wirkung. Zum einen scheuen viele Anleger davor zurück, "dem schlechten Geld noch gutes hinterherzuwerfen". Selbst in eindeutigen Betrugsfällen wie Comroad wird aufgrund des Prozesskostenrisikos nur ein Bruchteil des entstandenen Schadens (5 bis 10 %) gerichtlich geltend gemacht, so dass sich schädigendes Verhalten für den Schädiger durchaus rechnet. Zum anderen können massenhaft erhobene Klagen (wie z.B. die mehr als tausend eingereichten Prospekthaftungsklagen gegen die Deutsche Telekom vor dem LG Frankfurt) die Justiz lahmlegen und den Justizgewährungsanspruch gefährden. Vor diesem Hintergrund wurde 2005 das Kapitalanleger-Musterverfahrens-Gesetz (KapMuG) erlassen. Das KapMuG ist allerdings auf fünf Jahre befristet und tritt am 1. November 2010 außer Kraft. Die Projektgruppe sieht in einer Verfahrensbündelung, wie sie das KapMuG partiell ermöglicht, einen wichtigen Ansatz für eine effektive Rechtsdurchsetzung und spricht sich für eine Weiterentwicklung des Instruments der Musterverfahren aus.

### **Empfehlung der Projektgruppe**

- Weiterentwicklung des bis 1.11.2010 befristeten KapMuG
- Erstreckung des Musterverfahrens auf weitere Schadensersatzklagen, bei denen die Richtigkeit der Kapitalmarktinformation vorgreiflich ist
- Prüfung einer grundsätzlichen Öffnung des Anwendungsbereichs
- Anreize zur verstärkten Nutzung der Musterverfahren
- Erleichterung der Verjährungshemmung durch Registrierung (ohne eigene Klageerhebung)

### **4.3.1 Praxis / Ausgangslage**

Das seit dem 1.11.2005 in Kraft befindliche KapMuG führte die Möglichkeit von Musterverfahren für geschädigte Kapitalanleger wegen falscher, irreführender oder unterlassener öffentlicher Kapitalmarktinformation ein. Tatsachen- oder Rechtsfragen, die sich in mindestens 10 individuellen Schadensersatzansprüchen gleichlautend stellen, können so in einem Musterverfahren gebündelt und einheitlich durch das Oberlandesgericht mit Bindungswirkung für alle Kläger entschieden werden.

Von der Möglichkeit der Verfahrens Bündelung auf Grundlage des KapMuG wurde allerdings bisher nur eingeschränkt Gebrauch gemacht. Auch haben sich die Erwartungen in die Erleichterung und Beschleunigung der Verfahren nicht in vollem Umfang erfüllt.

## 4.3.2 Bestehende Rechtslage

Nach der derzeitigen Fassung des Gesetzes kann ein Musterfeststellungsantrag nur in einem auf Schadensersatz wegen falscher, irreführender oder unterlassener öffentlicher Kapitalmarktinformation gerichteten Prozess gestellt werden, § 1 Abs. 1 Nr. 1 KapMuG. Schadensersatzansprüche gegen einen Anlageberater oder Anlagevermittler wegen der Verletzung der Pflichten aus einem Anlageberatungs- oder Auskunftsvertrag können daher nicht Gegenstand eines Musterfeststellungsantrags sein. Das gilt auch dann, wenn im Zuge der Beratungs- oder Auskunftstätigkeit dem Anleger ein Prospekt ausgehändigt wurde und dieser fehlerhafte Prospekt eine wesentliche Grundlage für die Anlageentscheidung darstellte (BGH, Beschluss vom 30.10.2008, III ZB 92/07).

Stützt beispielsweise der Anleger seine Klageforderung gegen den Anlageberater/Anlagevermittler auf den Umstand, dass dieser ihn nicht darauf hingewiesen habe, dass die in dem Emissionsprospekt enthaltenen Angaben bezüglich bestimmter Aspekte unrichtig, unvollständig oder irreführend gewesen seien, kommt ein Musterfeststellungsantrag nicht in Betracht. Nach Auffassung des BGH (Beschlüsse vom 16. Juni 2009, XI ZB 31/08 und 33/08), können solche Verfahren auch nicht im Hinblick auf ein anhängiges Musterverfahren, in dem die Richtigkeit der Prospektangaben überprüft wird, gem. § 7 KapMuG ausgesetzt werden.

Für die Teilnahme am Musterverfahren ist bisher stets die Erhebung einer eigenen Klage notwendig. Unabhängig vom Stand des Musterverfahrens hat jeder Anleger daher das volle Prozesskostenrisiko zu tragen, wenn er vom Ausgang des Musterverfahrens profitieren will. Das KapMuG lässt bislang auch keine erleichterte Art der Verjährungshemmung zu, so dass insbesondere gegen Jahresende eine Vielzahl von Klagen nur zu dem Zweck, die Verjährung zu hemmen, erhoben wird.

Zu beachten ist außerdem, dass dem Prozessvertreter des Musterklägers für seine Tätigkeit im Musterverfahren keine besondere Vergütung zusteht, so dass es wirtschaftlich für Rechtsanwälte häufig nicht interessant ist, diesen Weg einzuschlagen. Auch kann beispielsweise

eine drohende Insolvenz des Beklagten oder Erschöpfung der Versicherungssumme dazu führen, dass jeder Anleger zunächst versucht, seine Ansprüche möglichst zeitnah individuell durchzusetzen.

### 4.3.3 Folgerungen und Lösungen

Musterverfahren bieten trotz der gemischten Erfahrungen mit dem KapMuG nicht nur für die Justiz, sondern auch für den einzelnen Anleger Vorteile. Komplexe Tatsachen- und Rechtsfragen werden nur einmal mit Bindungswirkung für alle geschädigten Anleger geklärt. Dadurch verringert sich die Gefahr divergierender Entscheidungen unterschiedlicher Gerichte, Kammern und Senate. Die Rechtsprechung wird für den Einzelnen vorhersehbarer. Da es nur einer einzigen Beweisaufnahme bedarf, kann es bei einer Vielzahl von Klagen zu einer Beschleunigung der Verfahren kommen. Das Prozesskostenrisiko für den einzelnen Anleger wird deutlich gesenkt. Zum einen müssen keine Auslagenvorschüsse gezahlt werden (§ 9 Abs. 1 KapMuG). Zum anderen werden im Fall des Unterliegens der Kläger die Kosten anteilig auf alle Kläger verteilt (§ 17 KapMuG).

Aufgrund dieser grundsätzlich positiven Wirkung für den Anleger, spricht sich die Projektgruppe für eine Fortgeltung und gleichzeitig Verbesserung des KapMuG aus.

#### a) Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich des KapMuG sollte zumindest auf solche nicht individuelle Aufklärungspflichtverletzungen des Anlageberaters/-vermittlers erstreckt werden, für die die Frage der Richtigkeit der Kapitalmarktinformation vorgreiflich ist.

Dabei wird nicht übersehen, dass in den meisten Anlageberaterprozessen die Haftung auch auf individuelle mit dem Prospekt nicht in Zusammenhang stehenden Beratungsfehler oder Aufklärungspflichtverletzungen gestützt wird. Da individuelle Beratungsfehler nur jeweils im Einzelfall geklärt werden können, verbleibt hier nur die Möglichkeit, zunächst das Vorliegen individueller Beratungsfehler im Ausgangsprozess zu klären. Falls solche nicht vorliegen, kommt dann für behauptete Beratungsfehler, die auf einen fehlerhaften Prospekt gestützt werden, eine Klärung durch ein Musterverfahren in Betracht.

Die Projektgruppe ist weiter der Auffassung, dass eine grundsätzliche Öffnung des Anwendungsbereichs des KapMuG für gleichartige Tat- oder Rechtsfragen in Kapitalanlagehaftungsfällen geprüft werden sollte, die sich in einer Vielzahl von Verfahren stellen und deren Klärung für den Ausgang der Prozesse entscheidungserheblich ist. So könnte beispielsweise

die Frage, ob ein Anlageberater verpflichtet ist, bestimmte Rückvergütungen zu offenbaren, durchaus ein geeigneter Gegenstand für ein Musterverfahren sein.

Auch über die Fallgruppe der Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler hinaus existieren im Bereich des Anlegerschutzes einige Fallvarianten, in denen sich in einer Vielzahl von Verfahren die gleichen Tat- oder Rechtsfragen stellen, ohne dass sie bislang in den Anwendungsbereich des KapMuG fallen. Das gilt namentlich für Fehler von nicht Prospektverantwortlichen wie beispielsweise Treuhänder oder Mittelverwendungskontrolleure, die deren Haftung dem Grunde nach gegenüber einer Vielzahl von Anlegern begründen können

## **b) Anreize zur Nutzung des Musterverfahrens und Einleitung durch das Prozessgericht**

Dem KapMuG könnte dadurch zu größerer praktischer Bedeutung verholfen werden, dass das Führen des Musterverfahrens gesondert vergütet wird und damit für die Prozessvertreter wirtschaftlich interessanter wird. Zu erwägen wäre außerdem, auch dem Prozessgericht bei Vorliegen der Voraussetzungen die Möglichkeit zu eröffnen, ein entsprechendes Musterverfahren in Gang zu bringen. Denn das taktische Lavieren der Prozessbevollmächtigten mag einzelnen Anlegern nützen. Für die Gesamtheit der betroffenen Anleger ist es hingegen von Nachteil. Häufig werden den Anlegern die Ursachen für die Beantragung oder Nichtbeantragung eines Musterverfahrens durch ihren Prozessbevollmächtigten, vor allem dessen eigenes pekuniäres Interesse an einer bestimmten Verfahrensgestaltung, gar nicht bewusst sein. Diese Umstände wären ausgeschaltet, wenn auch das Prozessgericht die Möglichkeit hätte, das Musterverfahren in Gang zu setzen (ähnlich wie bei den Vorabentscheidungsersuchen an den EuGH zur Klärung bestimmter entscheidungserheblicher Rechtsfragen oder der konkreten Normenkontrolle).

## **c) Vereinfachung des Zugangs zum Musterverfahren**

Sowohl für die Justiz als auch für die Anleger wäre es von Vorteil, wenn im Zusammenhang mit dem KapMuG eine einfachere Art der Verjährungshemmung bestünde. Gedacht werden könnte hier zumindest ab dem Zeitpunkt, zu dem das Musterverfahren eröffnet ist, an einen Mechanismus, der eine Anmeldung von Ansprüchen beim Oberlandesgericht vorsieht, die für die Dauer des Musterverfahrens verjährungshemmende Wirkung haben soll. Eine Anhängigkeit oder Rechtshängigkeit des angemeldeten Anspruchs wäre mit der Anmeldung nicht verbunden. Statt die Erfordernisse an eine Klageschrift wahren zu müssen, bräuchte eine ordnungsgemäße Anspruchsanmeldung nur bestimmte Angaben zu enthalten (Name von Kläger und Beklagte, Anspruchshöhe, Daten der einzelnen Wertpapier- oder Beteiligungskäufe/-

verkäufe etc.). Eine ordnungsgemäße Zustellung wäre ebenfalls entbehrlich. Vielmehr genügte eine Eintragung ins Klageregister. Die Kosten der Anspruchsanmeldung sollten dann deutlich niedriger liegen als bei einer Klageerhebung (z.B. wie im Mahnverfahren 1/2 Gerichtsgebühr). Die bloße Anspruchsanmeldung brächte dann keinerlei Mitwirkungsmöglichkeit im Musterverfahren mit sich, so dass sich die Anleger entscheiden könnten, ob sie die teure Variante der Klageerhebung mit Einwirkungsmöglichkeit (§ 12 KapMuG) und Beiladung (§ 8 Abs. 3 KapMuG) wählen oder aber die billigere Variante der bloßen Anspruchsanmeldung ohne Einwirkungsmöglichkeit und Beiladung. Auch die bloße Anspruchsanmeldung müsste aber zu einer Bindung an das Ergebnis des Musterverfahrens für und gegen den Anspruchsanmelder führen. Andernfalls bestünde die Gefahr divergierender Entscheidungen, und müssten ggf. dieselben Fragen wie im Musterverfahren erneut durch die Prozessgerichte geklärt werden. Die Anleger, die ihren Anspruch lediglich anmelden, müssten daher in Kauf nehmen, an dem Ergebnis eines Musterverfahrens festgehalten zu werden, auf das sie keinerlei rechtliche Einwirkungsmöglichkeit hatten. Da es eine Vielzahl von Anlegern gibt, die sich nicht aktiv an dem Prozess beteiligen können und wollen, dürfte die Anspruchsanmeldung dennoch eine attraktive Alternative zur Klageerhebung darstellen. Ist das Musterverfahren abgeschlossen, kann der Anspruchsanmelder sich dann jeweils binnen einer vorzugebenden Frist entscheiden, ob er - wenn das Musterverfahren zu seinen Ungunsten ausging - die Anmeldung zurücknimmt oder im Erfolgsfall den Anspruch durch Einzahlung des restlichen Gerichtskostenvorschusses und ordnungsgemäßer Anspruchsbegründung rechtshängig macht. Für den nachfolgenden Prozess bestünde dann die Nebeninterventionswirkung.

Ein so veränderter Zugang zum Musterverfahren käme sowohl den Anlegern als auch der Justiz entgegen.

## 5. Aufsicht

Die Reform der Finanzaufsicht mit dem Ziel, auch den Verbraucherschutz zu stärken, ist nicht erst seit Beginn der Finanzmarktkrise ein Thema; sie war bereits bei der Einrichtung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Jahre 2002 Gegenstand der öffentlichen Diskussion<sup>11</sup>, ohne dass es letztlich zu wesentlichen inhaltlichen und konzeptionellen Veränderungen der Finanzaufsicht gekommen ist. Die Kompetenzen der Finanzaufsicht sind daher bis heute primär auf die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit und Stabilität

---

<sup>11</sup> Neben vielen anderen: Julius F.Reiter/Jörg Geerlings, Bankenaufsichtsreform wider den Verbraucherschutz, in: vur-online ([www.vur-online.de/beitrag/29.html](http://www.vur-online.de/beitrag/29.html))

des Finanzsystems ausgerichtet; der Verbraucherschutz spielt trotz der durch die MiFID und ihre Umsetzung bewirkten Änderungen nach wie vor eine eher untergeordnete Rolle.

Die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt, dass eine Stärkung der Finanzaufsicht - national wie international - zur Stabilisierung der Finanzmärkte notwendig ist. Diese Stabilisierung ist - wie die Beispiele Lehman und Kaupthing deutlich machen - eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass Privatanleger ihr Geld überhaupt mit einem kalkulierbaren Risiko anlegen können.

Aus Anlegersicht nicht weniger wichtig und damit im Fokus der Untersuchungen der Projektgruppe ist eine effektive Aufsicht über die auf dem Finanzmarkt betriebenen Produkte und angebotenen Dienstleistungen. Die Defizite eines aus Anlegersicht nicht hinreichend beaufsichtigten Kapital- und Finanzdienstleistungsmarktes und die sich daraus ergebenden systematischen Fehlentwicklungen im Verhältnis zwischen Anleger und Finanzdienstleister sind in der aktuellen Finanzmarktkrise offen zu Tage getreten. Schwachstellen, insbesondere die fehlende Verankerung des Verbraucherschutzes als eigenständiges Aufsichtsziel, aber auch Aufsichtslücken beim Grauen Kapitalmarkt und bei bestimmten Vermittlergruppen, sollten im Rahmen der anstehenden Neustrukturierung des Aufsichtswesens behoben werden. Eine auch auf den Verbraucher als Marktteilnehmer abstellende Reform der Finanzaufsicht trägt zu einem transparenten und fairen Markt für Finanzdienstleistungen bei und stärkt das Vertrauen, das viele Kleinanleger wegen erheblicher Vermögensverluste und offenkundig unseriöser Geschäftspraktiken verloren haben.

## **Empfehlung der Projektgruppe**

- Stärkung der aufsichtsrechtlichen Befugnisse
- Belange der Kunden als ausdrücklicher Bestandteil des öffentlichen Interesses in § 4 Abs. 4 FinDAG
- Erweiterung der Anordnungsbefugnis nach § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG um Belange der Anleger
- Prüfung weitergehender Befugnisse zur Veröffentlichung von Verstößen
- Beseitigung von Aufsichtslücken insbesondere beim Grauen Kapitalmarkt (Einbeziehung in WpHG und materielle Vorgaben für Initiatoren und Fondsgesellschaften)

- Prüf- und Beschwerderecht der Verbraucherverbände gegenüber der BaFin
- stärkere Einbindung von Vertretern der Verbraucherverbände in Gremien der Finanzaufsicht

### **5.1. Praxis / Ausgangslage**

Die wichtigste Aufsichtsbehörde für den Finanzmarkt ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Sie unterliegt der Rechts- und Fachaufsicht des BMF und ist in drei sog. Aufsichtssäulen für Bankenaufsicht, Versicherungsaufsicht (beide mit Sitz in Bonn) und Wertpapieraufsicht/Asset Management (mit Sitz in Frankfurt/M.) sowie Querschnittsabteilungen gegliedert.

Allgemein kann die BaFin Anordnungen geben, um Missständen in den einzelnen Aufsichtsbereichen zu begegnen. Sie ist auch in der Lage, die Nichtbefolgung mit einem Zwangsgeld durchzusetzen. Bei drohender Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte können Zwangsmaßnahmen vorgenommen werden, die von der Schließung der Schalter über die Entsendung von Sonderbeauftragten in Vorstand und andere Organe bis hin zum Entzug der Geschäftserlaubnis führen können. Die BaFin ist Verfolgungsbehörde für Ordnungswidrigkeiten, die mit Geldbußen geahndet werden können. In diesem Rahmen hat sie weitgehende Ermittlungsmöglichkeiten wie beispielsweise die Durchsuchung von Geschäftsräumen.

Die BaFin erteilt die nach § 32 KWG notwendige Erlaubnis für den *Betrieb von Bankgeschäften* sowie das Erbringen von Finanzdienstleistungen wie beispielsweise die Anlageberatung und Anlagevermittlung. Die BaFin ist außerdem die zuständige Behörde für die Zulassung der nach dem WpPG, dem InvG oder dem VerkProspG notwendigen Prospekte bzw. Verkaufsprospekte. Sie ist auch Erlaubnisbehörde für Kapitalanlagegesellschaften im Sinne des InvG.

Im Rahmen der *laufenden Aufsicht über Banken* kontrolliert die BaFin die Unterlegung der eingegangenen Risiken mit Eigenmitteln und überprüft darüber hinaus, ob die rechtlich formulierten Mindestanforderungen eingehalten werden. Hierbei wird auch geprüft, ob das bankinterne Risikocontrolling und -management adäquat ist. Die Bankenaufsicht führt die Prüfungen nicht selber durch, sondern überträgt diese Aufgabe in der Regel an die Bundesbank, die Niederlassungen im gesamten Bundesgebiet unterhält. Zweitprüfungen können

auch von der BaFin direkt vorgenommen werden. In der Regel stützen sich die Handlungen der BaFin auf die Arbeit der Bundesbank. Die konkrete Zusammenarbeit zwischen der Bundesanstalt und der Bundesbank ist in der sogenannten Aufsichtsrichtlinie ausgestaltet.

Der Bereich *Wertpapieraufsicht / Asset Management* der BaFin widmet sich besonders der Bekämpfung von Insidergeschäften und überwacht die Einhaltung von Ad-hoc Publikationspflichten, Prospektpflichten, Verhaltensregeln, Organisationsregeln und Regelungen zu Übernahmeverfahren. Die Wertpapieraufsicht analysiert das gesamte Marktgeschehen regelmäßig, um Verstöße erkennen zu können. Daneben betreibt sie Datenbanken, die etwa Auskunft über ‚Directors Dealings‘ und Prospekte geben. Bei Übernahmen werden die Angebotsunterlagen auf ihre Vollständig- und Rechtmäßigkeit hin überprüft.

Im Jahr 2008 beaufsichtigte die Bundesanstalt 2.048 Kreditinstitute und Wertpapierhandelsbanken, 722 Finanzdienstleistungsinstitute und 626 Versicherungsunternehmen mit Sitz in Deutschland oder einem Nicht-EU Staat.<sup>12</sup>

Aus dem Jahresbericht der BaFin für 2008 geht unter anderem hervor, dass bei 39 Finanzdienstleistungsinstituten Prüfungen durchgeführt und 130 Aufsichtsgespräche geführt wurden. In einem Fall wurde einem Unternehmen, das Anlagevermittlung betrieb, wegen unzureichender Risikoaufklärung die Erlaubnis entzogen. Die BaFin hatte außerdem ein zeitlich befristetes Verbot von bestimmten Leerverkäufen ausgesprochen.

Die BaFin nimmt Beschwerden von Anlegern wie beispielsweise im Falle des Vertriebs von Lehman-Zertifikaten zum Anlass, die Geschäftstätigkeit von Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu prüfen. Auch hat sich die BaFin aktuell von Wertpapierdienstleistungsunternehmen über deren Praxis bei der Verwendung des seit 1. Januar 2010 für Anlageberatungen nach § 34 WpHG vorgeschriebenen Beratungsprotokolls informieren lassen.

## **b) Finanzierung**

Die BaFin deckt ihr Budget ausschließlich über bei den Beaufsichtigten in Rechnung gestellte Gebühren und Umlagen sowie gesonderte Erstattungen der Kosten für bestimmte Diensthandlungen. Die Gebühren und Umlagen sind in der FinDAGKostV festgesetzt. Der Haushalt der BaFin ist somit nicht Teil des Bundesetats.

---

<sup>12</sup> Quelle: Jahresbericht 2008 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht



Gebühren werden etwa für die Genehmigung der Prospekte und die Emission von Wertpapieren erhoben. Der Großteil der Finanzierung stammt aber aus den sog. Umlagen, mit denen die beaufsichtigten Institute die Kosten der Aufsicht tragen.

## 5.2 Bestehende Rechtslage

Die von der Projektgruppe vorgenommene Analyse des Rechtsrahmens beschränkt sich auf die unmittelbar mit dem Schutz der Anleger zusammenhängende Aufsichtstätigkeit der BaFin, während die system- und finanzmarktorientierte Aufsichtstätigkeit nur am Rande betrachtet wird.

Das FinDAG als Grundnorm für die Aufsichtstätigkeit der BaFin enthält keinen eigenständigen Aufgabenkatalog; § 4 Abs. 1 Satz 2 FinDAG verweist vielmehr auf die Aufgaben, die der BaFin nach anderen Bestimmungen übertragen werden. § 4 FinDAG steht sozusagen als allgemeiner Teil vor der Klammer der einzelnen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen nach KWG, WpHG, VAG, InvG, WpPG, VerkProspG etc.

In § 4 Abs. 4 FinDAG ist geregelt, dass die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse *nur im öffentlichen Interesse* wahrnimmt. Die Vorschrift wurde mit dem Ziel erlassen, mögliche Amtshaftungsansprüche wegen unterbliebener Aufsichtsmaßnahmen auszuschließen. Die Vorschrift stellt zugleich klar, dass die Aufsicht nicht der Durchsetzung individueller Rechtsansprüche dient. Inwieweit durch § 4 Abs. 4 FinDAG darüber hinaus den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen jedweder drittschützende Charakter genommen wird, ist umstritten<sup>13</sup>.

§ 4 Abs. 4 FinDAG hindert die zuständige Behörde jedenfalls nicht, im Rahmen ihrer Befugnisse z.B. aus § 4 Abs. 2 WpHG Sachverhalte darauf zu überprüfen, ob das Kreditinstitut, das Finanzdienstleistungsinstitut oder das Versicherungsunternehmen Verbraucherschützende Vorschriften einhält. Die BaFin wird dabei nicht selten auf Grund von Beschwerden einzelner Kunden oder von Verbraucherorganisationen tätig, zu denen sie auf Grundlage des Petitionsrechts nach Art. 17 GG Stellung nimmt.

---

<sup>13</sup> Der Ausschluss des Drittschutzes ist in der Literatur nicht unumstritten; dagegen werden vor allem europa- und verfassungsrechtliche Einwände erhoben; vgl. Vogel, § 4 Rz. 70f, in Assmann/Schneider, a.a.O.

### a) Rechtslage in der Versicherungsaufsicht

Für das Versicherungswesen normiert das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) den Verbraucherschutz als übergeordnetes Aufsichtsziel („*ausreichende Wahrung der Belange der Versicherten*“, § 81 Abs. 1 Satz 2 1. Alt. VAG). Um die Belange der Versicherten ausreichend zu wahren, hat die BaFin eine unangemessene Beeinträchtigung der Versichertenbelange zu verhindern<sup>14</sup>. Zugleich schreibt jedoch § 81 Abs. 1 Satz 3 VAG vor, dass die Versicherungsaufsicht ausschließlich im öffentlichen Interesse an einem leistungsfähigen Versicherungswesen ausgeübt wird. Die Durchsetzung von Individualinteressen ist damit ausdrücklich nicht Aufgabe der BaFin.

Bei § 81 VAG handelt es sich im Übrigen um eine subsidiär anzuwendende Generalklausel für die allgemeine Missstandsaufsicht im Versicherungswesen, deren Bedeutung durch die Aufnahme speziellerer Regelungen in das VAG zurückgegangen ist.

### b) Aufsicht über Finanzdienstleistungen

Die für den Wertpapierhandel maßgeblichen Bestimmungen des WpHG dienen sowohl dem öffentlichen Interesse an der Funktionsfähigkeit der Märkte als auch dem Schutz der Kapitalanleger. Beide Ziele stehen in enger unmittelbarer Wechselwirkung und nach heute herrschender Meinung gleichberechtigt nebeneinander. Diese Auffassung wird auch durch die jüngeren europäischen Richtlinien gestützt. So verfolgt bspw. die europäische Finanzmarkt-Richtlinie ausdrücklich die zweifache Zielsetzung, „*die Anleger zu schützen und gleichzeitig ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten*“ (Erwägungsgrund Nr. 44 der MiFID-RL).

§ 4 Abs. 2 Satz 1 WpHG gewährt der BaFin die notwendige Anordnungsbefugnis zur Durchsetzung der Verbote und Gebote des WpHG. Diese Anordnungsbefugnis gilt selbstverständlich auch für die im sechsten Abschnitt geregelten Wohlverhaltens- und Informationspflichten. Ergänzt bzw. konkretisiert werden die Anordnungsbefugnisse durch spezielle Vorschriften wie beispielsweise § 35 WpHG über anlassunabhängige Prüfbefugnisse oder § 36 KWG über mögliche Eingriffe in die Organisation von Finanzdienstleistungsinstituten bei nachhaltigen Rechtsverstößen.

---

<sup>14</sup> Grundsatzentscheidung des BVerwG in VersR 1981, 221; zitiert nach *Faul/Kaulbach/Bähr*, VAG-Kommentar, 4. Aufl. 2007, Rdnr. 14ff zu § 8 VAG.

Die Generalbefugnis des § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG stellt dagegen nur auf Missstände ab, die den ordnungsgemäßen Handel mit Finanzinstrumenten beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können.

Eine nur sehr eingeschränkte Aufsicht durch die BaFin besteht bei geschlossenen Fonds und sonstigen Beteiligungen, die an die Prospektpflicht nach dem VerkProspG anknüpft. Weder die Vorschriften des WpHG noch die des KWG finden insoweit Anwendung. Für die Zulassung von Anlagevermittlern nach § 34c GewO, die in diesem Bereich tätig sind, sind die Landesbehörden zuständig (siehe hierzu ausführlich III. Ziff. 1.5).

## **c) Bankenaufsicht**

Die Aufsichtstätigkeit im Bankenbereich konzentriert sich gemäß § 6 Abs.1 KWG (als Generalnorm) darauf, Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen entgegenzuwirken, welche die Sicherheit der den Instituten anvertrauten Vermögenswerte gefährden, die ordnungsmäßige Durchführung der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können. Diese auch als *Solvenzaufsicht* bezeichnete Überwachungstätigkeit erfolgt mit dem Ziel, die laufende Zahlungsfähigkeit der beaufsichtigten Institute sicherzustellen und systemische Risiken zu verhindern, wie sie im Zuge der aktuellen Finanzmarktkrise aufgetreten sind.

Da die Bankenaufsicht nicht jede Insolvenz verhindern kann, ist – ergänzend zur Solvenzaufsicht durch die Aufsichtsbehörden – auch eine gesetzliche Einlagensicherungseinrichtung normiert; die Mindestdeckung für Einlagen wurde 2009 im Interesse eines verbesserten Kundenschutzes mit der Änderung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes (EAEG) inzwischen deutlich erhöht.

## **d) Verbraucherverbände**

§ 2 Abs. 2 Nr. 7 Unterlassungsklagegesetz (UKlaG) regelt ausdrücklich, dass die Vorschriften des sechsten Abschnitts des WpHG verbraucherschützenden Charakter besitzen. Verbraucherverbände, die in die Liste der qualifizierten Einrichtungen eingetragen sind, können daher bei Verstößen die jeweiligen Unternehmen auf Unterlassung in Anspruch nehmen.

## **5.3 Folgerungen und Lösungen**

Die von der Projektgruppe vorgeschlagenen Maßnahmen zur Stärkung der Finanzaufsicht setzen sich im Wesentlichen aus drei Komponenten zusammen: Stärkung der aufsichtsrecht-

lichen Aufgaben und Befugnisse zum Schutz der Anleger, Beseitigung von Aufsichtslücken durch Vervollständigung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an alle Finanzdienstleistungen, strukturelle Maßnahmen zur Verbesserung der Kooperation von Behörden und Verbraucherverbänden.

### **5.3.1 Stärkung der aufsichtsrechtlichen Aufgaben und Befugnisse zum Schutz der Anleger**

Zur Stärkung des Verbraucherschutzes im Rahmen der Finanzaufsicht schlägt die Projektgruppe vor, in das FinDAG als Rahmengesetz für die Aufsichtstätigkeit der BaFin eine Zielbestimmung aufzunehmen, die die Orientierung der Aufsicht an einem funktionalen Anlegerschutz (und ggf. weiterer Schutzzwecke) zum Ausdruck bringt.

Hierzu sollte in § 4 Abs.4 FinDAG ausdrücklich geregelt werden, dass die Wahrnehmung der Aufgaben und Befugnisse im öffentlichen Interesse auch die Wahrung der Belange der Kunden umfasst. Vorbehaltlich einer Prüfung der übrigen Aufsichtsziele könnte § 4 Abs. 4 FinDAG wie folgt gefasst werden:

*„Die Bundesanstalt nimmt ihre Aufgaben und Befugnisse im öffentlichen Interesse wahr mit dem Ziel, die ordnungsgemäße Funktionsfähigkeit und Stabilität des Finanz- und Versicherungssystems sicher zu stellen und die Belange der Kunden zu wahren.“*

Die Projektgruppe empfiehlt weiterhin, im materiellen Aufsichtsrecht die Berücksichtigung der Belange der Verbraucher stärker zu verankern. Einen wichtigen Ansatzpunkt sieht die Projektgruppe dabei in der Aufgaben- und Befugnisnorm des § 4 Abs. 1 WpHG. Die BaFin überwacht zwar mit entsprechenden Anordnungsbefugnissen nach § 4 Abs. 2 WpHG die Einhaltung der Verbote und Gebote des WpHG, jedoch sind darüber hinausgehende Anordnungsbefugnisse auf Missstände im Sinne von § 4 Abs. 1 WpHG, die den Wertpapierhandel oder den Finanzmarkt beeinträchtigen können, beschränkt. Solange eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen nicht ausdrücklich als Missstand im Sinne von § 4 Abs. 1 WpHG anerkannt ist, ist zumindest unklar, ob beispielsweise eine vorübergehende Untersagung einzelner Finanzinstrumente auch mit dem notwendigen Schutz der Anleger begründet werden könnte, wenn noch kein systemisches Risiko für den Finanzmarkt besteht (siehe hierzu auch III. Ziff. 3.3.2).

Die Projektgruppe schlägt daher vor, § 4 Absatz 1 Satz 2 WpHG wie folgt zu fassen:

*„Sie [die BaFin] hat im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt sowie die Kunden bewirken können.“*

Die Projektgruppe schlägt außerdem vor, die bestehenden Veröffentlichungsbefugnisse nach § 37 Abs. 1 Satz 3 KWG und § 40b WpHG zu überprüfen. Die rechtzeitige Information von Finanzdienstleistern und Anlegern über bestimmte Risiken unterhalb der Eingriffsschwellen des § 37 KWG und § 40b WpHG, d.h. insbesondere unabhängig von unanfechtbaren behördlichen Anordnungen, kann dazu beitragen, wirtschaftlich nachteilige Anlageempfehlungen und -entscheidungen zu vermeiden.

### **5.3.2 Beseitigung von Aufsichtslücken - insbesondere beim Grauen Kapitalmarkt**

Eine effektive Finanzaufsicht muss alle Finanzinstrumente und Vertriebswege umfassen. Daher ist es inzwischen unumstritten, dass der sog. Graue Kapitalmarkt in die Aufsicht der BaFin stärker als bisher einbezogen werden muss.

Dies gilt zum einen für die Vertriebsebene, d.h. die Beratung und Vermittlung im Bereich geschlossener Fonds und anderer Beteiligungen, für die die anlegerschützenden Vorschriften des WpHG (insbesondere §§ 31 ff. WpHG) Anwendung finden müssen. Dies kann beispielsweise durch eine Erweiterung und Öffnung des Anwendungsbereichs des WpHG für Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG erfolgen, die keine Wertpapiere darstellen. Das Wertpapierhandelsgesetz würde damit zu einem Wertpapier- und Kapitalanlagenhandelsgesetz erweitert (WpKapHG). In diesem Zusammenhang wäre auch zu prüfen, wie nicht öffentlich gehandelte Produkte wie beispielsweise Bankgarantien oder Depositendarlehen adäquat erfasst werden können (siehe hierzu ausführlich III. Ziff. 1.2.3). Auch wird vorgeschlagen, die Zulassung von Anlageberatern und -vermittlern, die im Bereich des Grauen Kapitalmarktes tätig sind, durch eine entsprechende Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG auf die BaFin zu übertragen und für die Zulassung Qualifikationsnachweise und den Abschluss einer Versicherung zu verlangen (siehe hierzu III. Ziff. 2.3).

Zum anderen müssen aber auch aufsichtsrechtliche Regelungen für die Initiatoren und Fondsgesellschaften geschaffen werden, die über die bestehende Prospektspflicht nach dem VerkProspG hinausgehen. Die Projektgruppe ist dabei der Auffassung, dass die für Kapitalanlagegesellschaften nach dem InvG geltenden Vorschriften eine Orientierungsgrundlage bieten könnten. Wie bereits unter III. Ziff. 3.3 ausführlich dargelegt, sieht die Projektgruppe u.a. eine Zulassungspflicht für die unter das VerkProspG fallenden Vermögensanlagen ver-

knüpft mit einer Mindestkapitalanforderung für sinnvoll an. Neben aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Geschäftsführung und Rechnungslegung der Fondsgesellschaften müssen außerdem die Beteiligungs- und Kontrollrechte der Anleger gestärkt werden.

Neben dem Grauen Kapitalmarkt sieht die Projektgruppe Lücken beim Ausschließlichkeitsvertrieb von Investmentfonds, für den die Wohlverhaltens- und Informationspflichten des WpHG nicht gelten. Die Projektgruppe empfiehlt insoweit, die Ausnahmeregelung in § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG zu streichen und die Beratung und Vermittlung von Investmentfonds vollständig dem WpHG zu unterstellen (siehe auch III. Ziff. 1.2.3).

Auch die umfassende Zuständigkeit der BaFin für die Zulassung aller Anlageberater und -vermittler, verknüpft mit der Einführung eines Qualifikationsnachweises, ist, nicht zuletzt wegen der damit verbundenen Eingriffsbefugnisse (vgl. § 37 KWG) ein wichtiger Baustein zur Stärkung der Finanzaufsicht (siehe hierzu III. Ziff. 2).

### **5.3.3 Strukturelle Maßnahmen zur Verbesserung der Kooperation von Behörden und Verbraucherverbänden.**

In der Praxis zeigt sich, dass die Zusammenarbeit zwischen der staatlichen Finanzaufsicht und den Verbraucherverbänden noch verbessert werden kann. Verbraucherverbände sind häufig Anlaufstelle für Beschwerden über Fehlverhalten von Finanzdienstleistungsunternehmen. Für den Bereich der Zahlungsdienste wurde in § 28 ZAG ein förmliches Beschwerderecht für Kunden und u.a. Verbraucherverbände geschaffen. In der Gesetzesbegründung wird hierzu ausgeführt, dass *"die Beschwerde für die Bundesanstalt ein wichtiges Erkenntnismittel über mutmaßliche Verstöße gegen dieses Gesetz und sonstige, damit in Zusammenhang stehende Vorschriften darstellt und deshalb Grundlage für aufsichtsrechtliches Handeln sein kann"*. Auch beim Vertrieb von Anlageprodukten sollten daher die Verbraucherverbände die Möglichkeit erhalten, bei einer erheblichen Zahl von nachgewiesenen Verbraucherbeschwerden die zuständige Behörde zur Prüfung einer bestimmten Geschäftspraktik veranlassen zu können. Dadurch könnten zugleich die andernfalls unmittelbar bei der BaFin eingehenden Beschwerden von Kunden gebündelt und eine Entlastung der BaFin erreicht werden. Diese Möglichkeit ist derzeit jedoch rechtlich nicht abgesichert, da die Verbände im behördlichen Verfahren keine Beteiligtenstellung im Sinne von § 13 VwVfG haben. Auch wenn ein unmittelbarer Anspruch auf behördliche Anordnungen, wie er beispielsweise nach dem Umweltschadensgesetz bestimmten Vereinigungen zusteht, zu weit gehen dürfte, sollte den Verbänden zumindest ein ggf. verwaltungsprozessual (Untätigkeitsklage gem. §

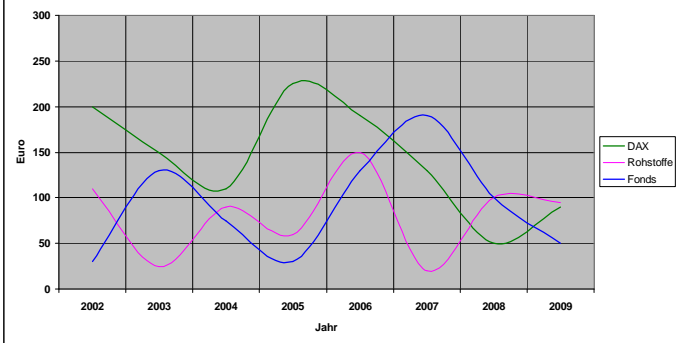
75 VwGO) durchsetzbarer Anspruch auf Verbescheidung eingeräumt werden. Eine derartige Regelung könnte beispielsweise in einem neuen Absatz 3 des § 4 WpHG erfolgen.

Außerdem hält es die Projektgruppe für sinnvoll, dass Verbraucherverbände in einzelnen Gremien der Finanzaufsicht vertreten sind. Hierzu sollte die bestehende Satzung der BaFin anstelle der bestehenden Soll-Vorschrift die Vertretung von Verbraucherverbänden in den Fachbeiräten verpflichtend regeln. Außerdem wäre zu erwägen, dem BMELV oder dem Verbraucherzentrale Bundesverband ein Vorschlagsrecht für einen Vertreter im Verwaltungsrat einzuräumen. Die genannten Überlegungen gelten entsprechend im Falle einer Neustrukturierung der Finanzaufsicht unter dem Dach der Bundesbank.

**Anhang 1**

<b>Produktinformationsblatt</b> <b>Key Information Document</b>		
		Datum der Erstellung:
<b>Produktbezeichnung und WKN</b>		
<b>Emittent</b>	Name und Sitz	
<b>Produktart</b>	Wertpapier	Aktie
		Zertifikat
		Optionsschein
		verzinsliches Wertpapier
	Investmentfonds	
	geschlossener Fonds, Unternehmensbeteiligung	
<b>Produktbeschreibung</b>	Inhalt des verbrieften Rechts	
	Art der wirtschaftlichen Unternehmung, in die investiert wird	Immobilien
		Rohstoffe
		Energie
		Medien
		Aktien
		Fonds
sonstiges		
	typisierter Anlagezeitraum	kurzfristig 0-1 Jahr
		mittelfristig 1 - 4 Jahre
		langfristig 4 Jahre und länger
<b>Rendite garantiert</b>	<b>% p.a.</b>	bezogen auf _____% des eingesetzten Betrags
<b>Renditeerwartung</b>	<b>% p.a.</b>	bezogen auf _____% des eingesetzten Betrags
	abhängig von	DAX
		Unternehmensgewinn
		Rohstoffbörse
	historische Kursentwicklung (Kurswert der Anlage oder Referenzwert) in den vergangenen 10 Jahren	



	 <p><b>Hinweis: Die Kursentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.</b></p>								
<b>Risiken</b>	Kursrisiko		ja/nein max. Kursschwankung vergangene 5 Jahre						
	Geschäftsrisiko								
	Emittentenrisiko		Totalverlust ja/nein Einlagensicherung ja/nein Höhe..... <table border="1" data-bbox="1013 1030 1399 1160"> <tr> <td data-bbox="1013 1030 1209 1075">Garantien</td> <td data-bbox="1209 1030 1399 1075">Garantiegeber</td> </tr> <tr> <td colspan="2" data-bbox="1013 1075 1399 1160">Art der Garantie</td> </tr> </table>			Garantien	Garantiegeber	Art der Garantie	
Garantien	Garantiegeber								
Art der Garantie									
	Fremdwährungsrisiko ja/nein Währung:.....								
	Höhe des möglichen Verlustes		auf Anlagesumme begrenzt unbegrenzt, ggf. Nachschusspflicht						
<b>Risikobewertung nach Zahlenstufen (nur bei Investmentfonds<sup>15</sup>)</b> (Bewertung des Risikos eines nicht unerheblichen Vermögensverlustes innerhalb des typisierten Anlagezeitraums)	<b>1</b>  sehr gering	<b>2</b>  gering	<b>3</b>  mittel	<b>4</b>  hoch	<b>5</b>  sehr hoch				
<b>Kosten (ggf. zusätzliche Kosten durch Vertrieb)</b>	Erwerb		Gebühren des Emittenten Zuwendungen an Dritte Erwerbskosten (Börse, Steuern)						
	Bestand								
	Veräußerung								

<sup>15</sup> die Projektgruppe hält ein fünfstufiges System grundsätzlich für ausreichend; daher wurden die Überlegungen der EU für ein siebenstufiges System vorerst nicht übernommen.

	gesamt / TER:
<b>Verwertung</b>	Fristen für Rücknahme
	Kosten
	Beschränkungen der Rücknahme
<b>Besteuerung</b>	
<b>Ausführlicher Verkaufsprospekt</b>	Fundstelle

-----

<b>Modul Vertrieb / Distribution</b>		
<b>Name des Finanzdienstleisters</b>		
<b>zusätzliche Kosten</b>	___% des eingesetzten Betrags	_____ €
<b>die Beratung/Vermittlung erfolgt gegen</b>	Honorar	
	Provision	
	unentgeltlich	