



## Wortprotokoll der 12. Sitzung

### Finanzausschuss

Berlin, den 13. Juni 2018, 15.00 Uhr  
Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus,  
Adele-Schreiber-Krieger-Straße 1/  
Schiffbauerdamm,  
Anhörungssaal 3.101

Vorsitz: Bettina Stark-Watzinger, MdB

## Öffentliche Anhörung

### Einzigiger Tagesordnungspunkt

Seite 14

Gesetzentwurf der Bundesregierung

**Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von  
Optionen der EU-Prospektverordnung und zur  
Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze**

**BT-Drucksache 19/2435**

**Federführend:**  
Finanzausschuss

**Mitberatend:**  
Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz  
Ausschuss für die Angelegenheiten der Europäischen  
Union



---

## Unterschriftsliste der Sachverständigen

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung  
„Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur  
Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ (Drs. 19/2435)  
Mittwoch, 13. Juni 2018 (15.00 bis 17.15 Uhr)

---

### Deutscher Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)

Tüngler, Marc

### Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Eufinger, Thomas Walter

Dr. Heemann, Manfred Klemens

Welnandy, Stefan

### Bundesverband Crowdfunding e. V.

Dr. Riethmüller, Tobias

Zwinge, Tamo

### Bundesverband Investment und Asset Management e. V.

Schulze, Kai



**Deutsche Börse AG**

Bandov, Renata

**Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V. (DIHK)**

Dr. Fahrholz, Christian

**Die Deutsche Kreditwirtschaft**

Dr. Hertel, Arne

Glaser, Jessica

Brinschwitz, Sebastian

Höche, Throsten

Lorenz, Renè

Niemitz, Anna

Dr. Preuße, Thomas

**Prof. Dr. Klöhn, Lars**

Humboldt-Universität zu Berlin



**Loipfinger, Stefan**

investmentcheck

**Prof. Dr. Poelzig, Dörte**

Universität Leipzig

**Rechtsanwälte Mattil & Kollegen**

Mattil, Peter

**Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.**


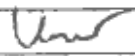
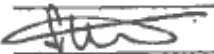
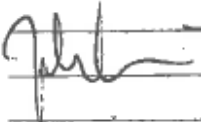
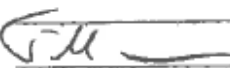
Dr. Liebscher, Marc




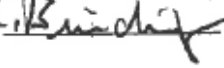

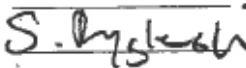
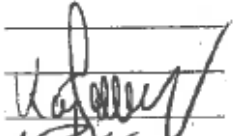

---

**Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)****Mittwoch, 13. Juni 2018, 15:00 Uhr**

---

<b>Ordentliche Mitglieder des Ausschusses</b>	<b>Unterschrift</b>	<b>Stellvertretende Mitglieder des Ausschusses</b>	<b>Unterschrift</b>
<b>CDU/CSU</b>		<b>CDU/CSU</b>	
Brehm, Sebastian		Brehmer, Heike	
Brodesser Dr., Carsten		Brinkhaus, Ralph	
Feiler, Uwe		Durz, Hansjörg	
Güntzler, Fritz		Helfrich, Mark	
Gutting, Olav		Hirte Dr., Heribert	
Hauer, Matthias		Lenz Dr., Andreas	
Maizière Dr., Thomas de		Linnemann Dr., Carsten	
Michelbach Dr. h.c., Hans		Middelberg Dr., Mathias	
Müller, Sepp		Müller (Erlangen), Stefan	
Radwan, Alexander		Nick Dr., Andreas	
Steiniger, Johannes		Riebsamen, Lothar	
Stetten, Christian Frhr. von		Steffel Dr., Frank	
Tebroke Dr., Hermann-Josef		Vries, Christoph de	
Tillmann, Antje		Wiesmann, Bettina Margarethe	



Ordentliche Mitglieder des Ausschusses	Unterschrift	Stellvertretende Mitglieder des Ausschusses	Unterschrift
<b><u>SPD</u></b>		<b><u>SPD</u></b>	
Arndt-Brauer, Ingrid		Hartmann, Sebastian	_____
Binding (Heidelberg), Lothar		Lauterbach Dr., Karl	_____
Daldrup, Bernhard	_____	Mindrup, Klaus	_____
Hakverdi, Metin		Post, Florian	_____
Kiziltepe, Cansel	_____	Post (Minden), Achim	_____
Ryglewski, Sarah		Schwarz, Andreas	_____
Schrodi, Michael	_____	Stein, Mathias	_____
Zimmermann Dr., Jens	_____	Ziegler, Dagmar	_____
_____	_____	_____	_____
<b><u>AfD</u></b>		<b><u>AfD</u></b>	
Glaser, Albrecht		Braun, Jürgen	_____
Gminder, Franziska		König, Jörn	_____
Gottschalk, Kay	_____	Kotré, Steffen	_____
Hollnagel Dr., Bruno	_____	Malsack-Winkemann Dr., Birgit	_____
Keuter, Stefan	_____	Münz, Volker	_____
_____	_____	_____	_____



Ordentliche Mitglieder des Ausschusses	Unterschrift	Stellvertretende Mitglieder des Ausschusses	Unterschrift
<u>FDP</u>		<u>FDP</u>	
Herbrand, Markus		Dürr, Christian	
Hessel, Katja		Ebbing, Hartmut	
Schäffler, Frank		Mansmann, Till	
Stark-Watzinger, Bettina		Müller-Rosentritt, Frank	
Toncar Dr., Florian		Solms Dr., Hermann Otto	
<u>DIE LINKE.</u>		<u>DIE LINKE.</u>	
Cezanne, Jörg		Barrientos, Simone	
De Masi, Fabio		Riexinger, Bernd	
Leutert, Michael		Wagenknecht Dr., Sahra	
Zdebel, Hubertus			
<u>BÜ90/GR</u>		<u>BÜ90/GR</u>	
Bayaz Dr., Danyal		Andreae, Kerstin	
Paus, Lisa		Dröge, Katharina	
Schick Dr., Gerhard		Kekeritz, Uwe	
Schmidt, Stefan		Kindler, Sven-Christian	



---

**Unterschriftsliste der Teilnehmer mitberatender Ausschüsse**

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung  
„Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur  
Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ (Drucksache 19/2435)

Mittwoch, 13. Juni 2018, 15.00 bis 17.15 Uhr

---

**Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz**

.....  
.....  
.....  
.....

**Ausschuss für die Angelegenheiten  
der Europäischen Union**

.....  
.....  
.....  
.....





**Weitere Ausschüsse:**

.....

.....

.....

.....

.....

24

25

26

27

[illegible]



## Bundesrat

Land	Name (bitte in Druckschrift)	Unterschrift	Amtsbezeichnung
Baden-Württemberg	Christian Schmidt	C. Schmidt	
Bayern	THILO SCHEIDT	Thilo Scheidt	RD
Berlin			
Brandenburg			
Bremen			
Hamburg			
Hessen	Brauer	Brauer	RDh
Mecklenburg-Vorpommern			
Niedersachsen	FRIEDERIKE HANDT	F. Handt	GRh
Nordrhein-Westfalen			
Rheinland-Pfalz			
Saarland			
Sachsen			
Sachsen-Anhalt			
Schleswig-Holstein			
Thüringen			



13.06.18 08

15 -

---

**Unterschriftsliste**  
**Fraktionsmitarbeiter**

---

<b>Name</b>	<b>Fraktion</b>	<b>Unterschrift</b>
Andreas Abmeier	CDU/CSU	.....
Britta Hannemann	CDU/CSU	.....
Dr. Martin Hiermeyer	CDU/CSU	.....
Stephan Röchow	CDU/CSU	.....
Udo Weber	CDU/CSU	.....
Boris Zollickhofer	CDU/CSU	.....
Silke Klix	SPD	.....
Susanne Kroll	SPD	.....
Gerald Steininger	SPD	.....
N.N.	SPD	.....
N.N.	AfD	.....
Philipp Iza Schilling	FDP	.....
Benjamin Schulz	FDP	.....
Andreas Koenig	FDP	.....
Christoph Sauer	DIE LINKE.	.....
Sandra Schuster	DIE LINKE.	.....
Daniel Detzer	B90/GR	.....
Klaus Seipp	B90/GR	.....



---

**Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)**Mittwoch, 13. Juni 2018, 15:00 Uhr

---

	Fraktionsvorsitz	Vertreter
CDU/CSU		
SPD		
AFD		
FDP		
DIE LINKE.		
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN		

**Fraktionsmitarbeiter**

Name (Bitte in Druckschrift)	Fraktion	Unterschrift
Zöllnickhofer, Boris	CDU/CSU	Zölln



Beginn der Sitzung: 15.00 Uhr

### **Einziger Tagesordnungspunkt**

Gesetzentwurf der Bundesregierung

### **Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze**

#### **BT-Drucksache 19/2435**

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Meine sehr verehrten Damen und Herren, ich begrüße Sie alle sehr herzlich zur 12. Sitzung des Finanzausschusses, zu unserer öffentlichen Anhörung am heutigen Mittwoch, den 13. Juni 2018.

Ich begrüße die Experten, die dem Finanzausschuss heute ihren Sachverstand für die Beratung des Gesetzentwurfes der Bundesregierung zur „Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ (Drucksache 19/2435) sowie zu den sieben von den Fraktionen der CDU/CSU und SPD dazu vorgelegten Änderungsanträgen zur Verfügung stellen.

Soweit die Sachverständigen davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und, soweit anwesend, die der mitberatenden Ausschüsse.

Für das Bundesministerium der Finanzen darf ich Frau Ministerialdirigentin Dr. Wimmer sowie weitere Fachbeamte begrüßen.

Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder.

Zum Thema der heutigen Anhörung: Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf sollen vor dem Hintergrund EU-rechtlicher Vorgaben im Wesentlichen das Wertpapierprospektgesetz, die Wertpapierprospektgebührenverordnung, das Handelsgesetz, das Wertpapierhandelsgesetz, das Vermögensanlagegesetz sowie weiterer Gesetze geändert werden. Darüber hinaus haben die Fraktionen der CDU/CSU und SPD noch sieben Änderungsanträge vorgelegt.

Vorab einige Informationen zum Ablauf der Anhörung: Für diese Anhörung ist ein Zeitraum von

zwei Stunden und 15 Minuten vorgesehen, wir werden also bis ca. 17.15 Uhr tagen. Ziel ist es dabei, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Fragestellung und Ihnen als Sachverständigen zur Antwort zu geben. Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss für diese Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden, das heißt, die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils 5 Minuten unterteilt. In diesem Zeitraum müssen sowohl Frage als auch Antwort erfolgen. Je kürzer also die Frage formuliert wird, desto mehr Zeit bleibt für die Antwort der Sachverständigen. Um Ihnen ein Gefühl für die Zeit zu vermitteln, wird nach 4 Minuten und 30 Sekunden ein Signalton ertönen. Dann verbleiben noch 30 Sekunden für die Antwort. Dass diese Vorgehensweise anfangs etwas gewöhnungsbedürftig ist und nicht ganz leicht fallen wird, dessen bin ich mir bewusst, aber unsere letzten Anhörungen haben gezeigt, dass dies bei etwas gutem Willen und gegenseitigem Verständnis möglich ist.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden.

Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Vorhinein über die Obfrau oder den Obmann des Finanzausschusses bei mir anzumelden.

Schließlich sei mir noch der Hinweis erlaubt, dass die Anhörung live im Parlamentsfernsehen auf Kanal 2 übertragen wird. Verfolgt werden kann die Übertragung auf der Website des Bundestages, über die App „Deutscher Bundestag“ auf Smartphones und Tablets und auf dem Smart TV.

Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen.

Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt.



Soviel zum organisatorischen Ablauf der Anhörung. Nun werden wir in die Fragerunde einsteigen. Die erste Frage kommt von der CDU/CSU-Fraktion. Herr Kollege Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Frau Vorsitzende, meine Damen und Herren, ich bedanke mich erst einmal bei den Sachverständigen dafür, dass sie uns heute Rede und Antwort stehen. Meine Frage richte ich an die Deutsche Kreditwirtschaft und an den Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI).

Der Gesetzentwurf sieht ja vor, dass wir von der Option Gebrauch machen möchten, bei unter acht Millionen Euro eine Befreiung von der Prospektpflicht vorzunehmen und stattdessen in diesem Bereich ein Wertpapier-Informationsblatt zu fordern. Deshalb meine Frage an die beiden genannten Verbände: Wie schätzen Sie diese Ausgestaltung ein?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die Deutsche Kreditwirtschaft, Herr Dr. Hertel, bitte.

Sv **Dr. Arne Hertel** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Vielen Dank für die Möglichkeit, Ihnen heute als Deutsche Kreditwirtschaft Rede und Antwort zu stehen.

Zum Wertpapier-Informationsblatt: Grundsätzlich sind wir ein Freund von kurzen, verständlichen Informationsblättern für die Kunden. Wir müssen allerdings dazu sagen, dass es in diesem Bereich bereits ein funktionierendes, den Kunden bekanntes und vertrautes Informationsblatt gibt, und zwar das sogenannte Produktinformationsblatt (PIB). Wir glauben, dass der Ersatz des Produktinformationsblattes zwischen fünf und acht Millionen Euro durch das Wertpapier-Informationsblatt bei den Instituten zu einem erheblichen Mehraufwand führt, gleichzeitig bei den Kunden aber keinen wirklichen Mehrwert schafft, sondern vielmehr Verunsicherung, weil sie, wie gesagt, das Produktinformationsblatt bereits aus der Vergangenheit kennen und dieses sich auch bewährt hat. Außerdem können die Kunden auch die unterschiedliche Handhabung (bei einer Schwelle bis zu fünf Millionen Euro gibt es ein Produktinformationsblatt, ab einer Schwelle

von fünf bis acht Millionen gibt es dann ein Wertpapier-Informationsblatt, ab acht Millionen gibt es dann wieder einen Prospekt plus ein Produktinformationsblatt) nicht wirklich nachvollziehen.

Insofern glauben wir, dass das Wertpapier-Informationsblatt keinen wirklichen Nutzen, sondern vielmehr nur einen bürokratischen Aufwand für die Institute darstellen würde. Vielen Dank.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für den Bundesverband Investment und Asset Management, Herr Schulze, bitte.

Sv **Kai Schulze** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI)): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Vielen Dank für die Einladung zur Anhörung und die Möglichkeit, hier Stellung nehmen zu können.

Die deutschen Investmentfonds, die im BVI vertreten sind, sind von dem Wertpapier-Informationsblatt zum großen Teil nicht betroffen. Unsere Institute, unsere Mitglieder, erstellen zukünftig PRIIP<sup>1</sup>-Informationsblätter, die Informationsblätter wesentlicher Anlegerinformationen. Wir glauben, dass im Rahmen der Verschärfung der MiFID-Regeln ausreichende Schutzmechanismen für den Wertpapiervertrieb getroffen wurden. Ich würde mich da Herrn Hertel anschließen und würde sagen, dass man das Wertpapier-Informationsblatt in diesem Sinne nicht unbedingt braucht. Dankeschön.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich kann ja innerhalb dieser fünf Minuten noch einmal nachfragen, sehe ich das richtig? Dann würde ich gern noch einmal die grundsätzliche Einschätzung abfragen, das war ja auch schon Teil meiner Frage: Wie schätzen Sie die Erhöhung der Grenze auf acht Millionen ein?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Noch einmal Herr Dr. Hertel, bitte.

Sv **Dr. Arne Hertel** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Vielen Dank. Ich muss noch einmal nachfragen: Es geht also um die Frage, warum wir der Meinung sind, dass die Schwelle für CRR-Institute bei acht Millionen Euro liegen sollte, und nicht nur bei fünf Millionen, habe ich das richtig verstanden?

<sup>1</sup> VERORDNUNG (EU) Nr. 1286/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom

26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).





Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Es geht in diesem Fall nicht um CRR-Institute, sondern es geht um Anbieter für öffentliche Angebote von Wertpapieren. Da wird ja durch die Verordnung die Grenze der Prospektpflicht von gegenwärtig 100 000 Euro auf eine Million angehoben. Und wir wollen jetzt die Option nutzen, noch darüber hinaus auf acht Millionen zu gehen. Wie schätzen das die Deutsche Kreditwirtschaft und der BVI ein?

Sv **Dr. Arne Hertel** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Wir sind der Auffassung, dass der europäische Gesetzgeber sich sehr bewusst für eine Schwelle von acht Millionen Euro ausgesprochen hat, dass er den nationalen Mitgliedstaaten bewusst diesen Spielraum eingeräumt hat. Ein wesentliches Ziel war es ja, Erleichterungen zu schaffen, um den Gedanken der Kapitalmarktunion zu fördern, also den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern, indem Bürokratie abgebaut wird und Kosten gesenkt werden.

Wir glauben, dass die Beibehaltung des Schwellenwertes in Höhe von fünf Millionen Euro für CRR-Institute dieses europäische Ziel nur sehr bedingt erreichen wird, denn im Grunde würde ja alles beim alten bleiben. Deswegen würden wir uns dafür aussprechen, dass Deutschland diese Möglichkeit tatsächlich nutzt und den Schwellenwert für CRR-Institute auf acht Millionen Euro hochsetzt. Damit würden wir die kleinen und mittleren Institute, die besonders von dieser nationalen Sonderregelung betroffen wären, die wir mit den Schwellenwerten von fünf bis acht Millionen hätten, erheblich entlasten. Vielen Dank.

Sv **Kai Schulze** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI)): Hätten wir jetzt noch Zeit?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Ich würde sagen, einen Satz können Sie uns noch mitgeben.

Sv **Kai Schulze** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI)): Dann nehme ich das mal in den größeren Zusammenhang. Wir begrüßen ausdrücklich, dass der deutsche Gesetzgeber diese Optionsmöglichkeiten nicht restriktiv auslegt, sondern marktkonform am offenen Ende. Ich glaube, da gleichen wir uns vielen unserer europäischen Partner an und schaffen etwas mehr Wettbewerbsgleichheit in Europa. Danke schön.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Frau Ryglewski, bitte.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich habe ebenfalls zwei Fragen, und zwar an Herrn Tüngler von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. und an Herrn Prof. Dr. Lars Klöhn.

Meine Frage an Herrn Tüngler bezieht sich auch auf die acht Millionen-Option. Wie schätzen Sie das ein, auch gerade vor dem Hintergrund der Antworten, die wir jetzt gehört haben? Welchen Stellenwert räumen Sie dem Wertpapier-Informationsblatt ein, was müsste aus Ihrer Sicht darin enthalten sein, damit es ein Ersatz für den wegfallenden Prospekt sein kann?

Herrn Prof. Klöhn frage ich auch nach seiner Einschätzung bezüglich der acht Millionen-Grenze. Dabei möchte ich insbesondere wissen, ob Sie die Gefahr sehen, dass Emittenten die acht Millionen-Schwelle auch durch Stückelung umgehen könnten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V., Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Ganz herzlichen Dank für die Einladung und für die Fragen. Der Prospekt ist für uns sehr wichtig. Deswegen ist es umso wichtiger, dass man einen Ausgleich schafft, wenn es keinen Prospekt gibt. Diesen Ausgleich sehen wir hier gegeben, weil es ein Wertpapier-Informationsblatt gibt. Über die Qualität sprechen wir gleich noch mal, das hatten Sie ja auch gefragt. Eine Anlageberatung oder Anlagevermittlung ist dazwischen geschaltet, das ist für uns auch ganz wichtig. Und sehr wichtig ist am Ende, dass es ein starkes, kräftiges Haftungsregime gibt. Diese Schwelle von tausend Euro, darüber können wir auch noch mal sprechen, das ist für uns nicht ganz so wichtig. Also, es muss ein gutes Informationsblatt geben, Anlageberatung und -vermittlung müssen dazwischen geschaltet sein, und wir brauchen ein Haftungsregime.

Zum Inhalt des Wertpapier-Informationsblattes haben wir noch eine kleine Wunschliste. Wir hätten gern noch an zwei, drei Stellen eine Ergänzung. Da geht es uns zunächst bei der Nummer fünf darum, dass wir ein bisschen mehr über den Emittenten





wissen möchten, über die Garantiegeber, wir hätten da gern einen Track-Record. Es ist ja so, dass der letzte Jahresabschluss irgendwie als Annex dranhängt oder verfügbar gemacht werden muss. Wir hätten aber gerne Informationen über die letzten zwei bis drei Jahre, um zu wissen, ob der Emittent überhaupt schon profitabel oder noch in den roten Zahlen ist. Also, wir hätten gern mehr Informationen über den Emittenten.

Weiterhin muss man auch die wesentlichen Risiken darstellen. Wir erkennen aber auch in den Prospekten schon, dass man von Risiken überrollt wird, aber man muss das mehr gewichten. Es wäre sehr wichtig, dass man da noch ein paar mehr Informationen bekommt.

Und noch ein Punkt ist ganz wichtig: Unter der Nummer sechs wird gesagt, dass man Aussichten für die Kapitalrückzahlungen und die Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen darstellt. Da wird zum Beispiel gesagt, dass ein „neutrales“ Szenario dargestellt werden soll, bei den PRIIPs ist es ein „moderates“ Szenario. Das empfinden wir als sehr schwierig, weil „neutral“ oder „moderat“ im europäischen Rechtsrahmen für die Anleger plus/minus Null bedeutet. Das ist es aber nicht. Da brauchen wir eher ein Basis-Szenario. Da wäre es ganz schön, wenn wir noch etwas mehr Informationen bekommen.

Bei Nummer sieben werden die Kosten und Provisionen dargestellt. Das ist auch ganz wichtig und entspricht dem, was wir in den letzten Jahren immer in die Welt gesetzt haben. Wir hätten aber auch gern, dass das dann angerechnet wird, dass mal eine Rechnung aufgestellt wird, was eigentlich die Provision und die Kosten mit der Rendite machen. Es wäre wichtig, dass wir da auch eine Rechnung bekommen. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Humboldt-Universität zu Berlin, Herr Prof. Dr. Klöhn, bitte.

Sv **Prof. Dr. Lars Klöhn** (Humboldt-Universität zu Berlin): Vielen Dank. Ich halte die derzeitige Regelung der Ausnahme von der Prospektspflicht für einen guten Kompromiss zwischen Öffnung des Kapitalmarktes für KMU und Anlegerschutz. Ich würde dem Gesetzgeber insgesamt aber empfehlen, die Ausnahme auf den Crowdfunding-Markt zu begrenzen. Ich gehe davon aus, dass Anbieter klassischer Graumarktprodukte auf die Emission von

Wertpapieren, konkret auf Genussscheine, umsteigen werden. Das bedeutet, bisher können diese Anbieter im Vermögensanlagenbereich nur mit Prospekt fünf oder acht Millionen einsammeln. Mit WIB wird das leichter gehen, deswegen werden diese Anbieter auf Wertpapiere umsteigen. Darunter werden einige seriöse Anbieter sein, aber auch einige unseriöse. Der wesentliche Schutzmechanismus, den das Gesetz derzeit vorsieht, besteht darin, dass ein Anlageberater bzw. Anlagevermittler eingeschaltet werden muss. Das kann klappen, es stellt zweifellos eine Hürde auf. Aber aus der Praxis weiß man, dass der Vertrieb eigentlich der am schlechtesten beaufsichtigte Bereich ist. Deswegen sind mir die Schutzmechanismen, die der Gesetzesentwurf vorsieht, nicht ausreichend. Ich würde deshalb empfehlen, die Prospektspflicht zunächst nur für das Crowdfunding zu öffnen, weil dieser Markt vielfach transparenter ist und ein Prospekt dort tatsächlich nicht erforderlich ist.

Angesichts der beschränkten Zeit würde ich vorschlagen, Ihre Frage zu der Stückelung, die sehr gut und sehr wichtig ist, an die BaFin weiterzureichen. Die BaFin kann sicher einschätzen, wie leicht es ist, die Grenze von höchstens acht Millionen Euro durch Stückelung zu umgehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der AfD, Herr Gottschalk, bitte.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Auch von mir ein herzliches Willkommen und danke, dass Sie hier erschienen sind. Ich hatte das ja in meiner Rede am Donnerstag schon angedeutet, und ich weiß, damit rücke ich einigen auf den Pelz: Für mich ist es eine Seite der Medaille, Gesetze zu machen. Ich bin aber der Meinung, man sollte Gutes besser machen und vielleicht Bürokratie zurückdrängen. Das klang ja auch in vielen Redebeiträgen an. Deswegen geht meine Frage zunächst an den Kollegen Loipfinger. Im zweiten Frageblock würde ich dann gern die BaFin einbeziehen wollen.

Ich glaube, dass all diese Gesetze, so wie man es hört, genau an dem Schutzzweck der Norm, nämlich den Anleger zu schützen, egal in welcher Größenkategorie operiert wird, vorbeigehen. Ich nenne da, das habe ich auch in meiner Rede getan, P&R als jüngstes Beispiel, S&K, Prokon, und wir könnten die Liste wahrscheinlich fortsetzen. Also, immer dann, wenn eigentlich die Prospektverordnung oder auch das dreiseitige Produktinformationsblatt



zum Tragen kommen, dann ist es ein zahnloser Tiger. Ich bin der Auffassung, aus diesem Gemisch wird erst dann etwas Gutes, wenn wir die BaFin auch mit Prüfmöglichkeiten ausstatten, die sie jetzt nicht hat. Das weiß ich, aber das kritisiere ich ja eben gerade. Das ist so wie beim Finanzamt: Das Finanzamt schaut formell hin, ob denn alles richtig ausgefüllt ist und ob die Steuernummer eingetragen ist, und dann sagt man, alles ist in Ordnung und legt es ins Regal und wundert sich, dass Steuerhinterziehung stattfindet - weil man eben nicht prüft, auch bei durchaus triftigen Gründen, die vielleicht vorliegen könnten.

Deswegen frage ich den Kollegen Loipfinger, wie er das beurteilt, ob er konkrete Verbesserungsvorschläge hat und wo er hier bei diesem Gesetzentwurf die Knackpunkte sieht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für investmentcheck.de, Herr Loipfinger, bitte.

Sv **Stefan Loipfinger** (investmentcheck.de): Vielen Dank für die Frage, Herr Gottschalk. Sie sprechen einen ganz wichtigen Punkt an, den Anlegerschutz. Den sehe ich in dem Gesetz nur sehr bedingt widerspiegelt. Sie haben auch das aktuelle Beispiel P&R angeführt, das sehr gut deutlich macht, wie schlimm es ist, wenn es keine Prospekte gibt. Dann kann man natürlich dazusagen, wenn es Prospekte gibt, dann ist es auch noch schlimm, weil P&R ja auch mit Prospekten weiter Gelder eingesammelt hat und das durch die Prospekte auch nicht verhindert werden konnte.

Aber in einem, Herr Gottschalk, möchte ich Ihnen auch ein bisschen widersprechen. Sie haben gesagt, die BaFin kann nicht mehr prüfen, sie hat nicht genügend Prüfmöglichkeiten. Das Vermögensanlagegesetz spricht der BaFin eigentlich sehr weitreichende Auskunftsrechte zu. In diesem Gesetz steht sehr viel, was die BaFin tun könnte, was sie aber nicht getan hat, wie auch eine Kleine Anfrage zeigt, die kürzlich von der Bundesregierung beantwortet wurde. Darin steht, dass die BaFin außer einer Mitteilung nach §11 a VermAnlG, was ja keine Maßnahme der BaFin war, nichts in diesem Fall getan hat. Wenn man das übertragen würde, um jetzt mal den Bogen zu schließen und auf den Gesetzentwurf zu kommen, müsste man der BaFin auch für die WIBs und für die Wertpapiere entsprechende Auskunftsrechte einräumen. Ich glaube, dann könnte man, wenn die BaFin das ernst nimmt und dann

auch mal entsprechend detailliert hinterfragt, schon einiges verhindern und einiges besser machen, als es in der Vergangenheit gelaufen ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Generell möchte ich sagen: Egal, was Sie tun, Sie können einen Anleger nie zu einhundert Prozent vor Betrug und solchen Dingen schützen. Was wir hier machen, ist letztendlich, dass wir durch solche Wertpapier-Informationsblätter Transparenz herbeiführen.

Was macht die BaFin? Sie kann keine Renditegarantie geben. Wir gehen ganz bewusst nicht in eine Inhaltskontrolle hinein, um zu sehen, ob das, was dort beschrieben ist, wirklich der Wahrheit entspricht. Wir schauen, ob in einem solchen Prospekt eine inhaltliche Widerspruchsfreiheit vorliegt. Darum geht es. Und das tun wir auch tatsächlich. Auch bei den Informationsblättern gibt es Nachfragen. Aber wir werden nicht leisten können, hierbei immer die Wahrheit herauszufinden. Das ist nicht möglich, und das ist auch nicht unser Auftrag.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank.

Abg. **Kay Gottschalk (AfD)**: Ich habe noch eine Nachfrage. Würden Sie mir denn zugestehen, dass so ein Prospekt bei dem allgemeinen Sparer draußen schon suggeriert, er ist testiert und für in Ordnung befunden? Wir wissen, die Rechtslage ist eine ganz andere. Aber wird mit der Registratur nicht der Eindruck erweckt, dass das geprüft und in Ordnung ist?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Eufinger für die BaFin, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Wir tun alles, damit dieser Eindruck nicht entsteht, sondern dass wirklich beim dem, der einen von der BaFin zugelassenen Prospekt hat, deutlich ist, dass er von uns nach den Kriterien Vollständigkeit, Verständlichkeit und Kohärenz geprüft wurde. Fertig. Er ist aber nicht auf Wahrheit im eigentlichen Sinne geprüft. Wir tun alles dafür, dass das so ist. Wenn der Sparer so denkt, was soll ich tun? Wir versuchen, alles aufzuklären.



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der CDU/CSU-Fraktion. Herr Steiniger, bitte.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Herzlichen Dank. Meine Frage geht an den Bundesverband Crowdfunding e. V. Sie fordern ja in Ihrer Stellungnahme die Ausweitung der Ausnahmen für Schwarmfinanzierungen im Vermögensanlagegesetz. Jetzt ist es aber so, dass man einen notariellen Vertrag braucht, wenn man sich an einer GmbH beteiligt. Wie sehen Sie das? Schafft das nicht zusätzliche Hürden für Investoren? Ab welchem Betrag bleibt ein Investment überhaupt attraktiv?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für den Bundesverband Crowdfunding e. V., Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Vielen Dank für die Frage. In der Tat ist der Erwerb von GmbH-Anteilen ein beurkundungspflichtiger Vorgang. Das heißt, es muss jemand zum Notar. Es muss aber nicht zwangsläufig der Investor zum Notar, sondern er kann jemanden bevollmächtigen, der das für ihn tut. Das ist auch allgemein üblich. In der Praxis würde das so umgesetzt werden, dass ein Investor einmalig die Plattform mit einer notariell beglaubigten Vollmacht bevollmächtigt, in Zukunft für ihn zum Notar zu gehen. Dann kann die Plattform mit dieser Vollmacht den Notartermin wahrnehmen. Die Vollmacht kann auch weiterhin verwendet werden, sie muss nicht auf einen einzigen Fall beschränkt sein. Das heißt, ein Investor müsste bei Folgeinvestments, egal ob in dasselbe Unternehmen oder in ein anderes, nicht mehr zum Notar gehen. Der Aufwand besteht also darin, einmalig zum Notar zu gehen. Danach ist es ein vollkommen digitaler Prozess. Alle Anschlussinvestitionen und alle weiteren Investitionen in andere Unternehmen sind vollkommen digital. Diesen einmaligen Aufwand, zum Notar zu gehen, werden Investoren sehr gerne auf sich nehmen, denn aus Anlegersicht sind die Vorteile eines Eigenkapitalinvestments im Vergleich zu einer Darlehensgeberstellung ganz erheblich. Man hat viel stärkere Informations-, Mitwirkungs- und Kontrollrechte. Und um diese stärkere Rechtsposition zu haben, die für einen Anleger viel besser ist, wird man einmalig zum Notar gehen. Bei den ganz kleinen Summen wird das wahrscheinlich eher nicht der Fall sein. Wir werden wahrscheinlich etwas höhere Summen haben, aber ich glaube schon, dass

man so ab dem Bereich 1 000 Euro dorthin kommen kann und wird, dass man echtes Eigenkapital an GmbHs zeichnen kann.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Steiniger.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Wenn ich das richtig verstehe, wäre das jetzt kein wirkliches Gegenargument. Jetzt mal andersherum gedacht: Wenn man diese Aufnahme in den § 2a Vermögensanlagegesetz nicht machen würde, welche Effekte würden Sie dann erwarten, auch im internationalen Wettbewerb?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für den Bundesverband Crowdfunding e. V. noch einmal Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Man muss wirklich klarstellen, dass in Deutschland die ganz große Mehrheit der kleinen und mittleren Unternehmen und insbesondere der Startups GmbHs sind. Das heißt, nur wenn wir die Erleichterungen bei der Prospektpflicht auf die GmbHs ausweiten, sehen wir auch vermehrt Investitionen in diese kleinen und mittleren Unternehmen und in Startups. Auf der anderen Seite wünschen sich Anleger diese Art der Investition, aus den genannten Gründen. Wenn das in Deutschland nicht kommt, werden wir massive Abwanderungen von Investitionen deutscher Anleger ins europäische Ausland haben, beispielsweise nach Großbritannien, denn dort gibt es diese Eigenkapitalinvestitionen bereits. Deutsche Anleger investieren jetzt schon in erheblichem Umfang in das Eigenkapital von britischen Gesellschaften, weil sie dort eine viel stärkere Rechtsstellung haben. Wir haben also Geldabfluss aus Deutschland in eine Startup-Branche in einem anderen Land. Das würde sich natürlich jetzt noch einmal verstärken, denn auch in Großbritannien muss man davon ausgehen, dass sie die Grenze der Prospektpflicht auf acht Millionen erhöhen. Dort ist es bereits so strukturiert, dass die Eigenkapitalinvestitionen auch bei den GmbHs, in diesem Fall „Limiteds“, auch möglich sind. Das heißt, wir würden im internationalen Wettbewerb als Wirtschaftsstandort Deutschland bei der Finanzierung von Startups und KMU deutlich zurückfallen. Wir würden lediglich im Bereich der Aktienfinanzierung einen Schritt machen, denn die fallen unter dieses neue Gesetz. Die Aktiengesellschaft ist aber klassischerweise die Gesellschaftsform für



große Unternehmen oder für die Industrie, nicht für die kleinen und mittleren Unternehmen. Deswegen muss die Regelung in diesem Bereich dringend angepasst werden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der Freien Demokraten, Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich habe auch noch eine Frage an den Bundesverband Crowdfunding. Was müsste man aus Ihrer Sicht schon jetzt in diesem Gesetzgebungsentwurf machen, um für KMUs den Zugang zum Kapitalmarkt zu verbessern? Welche konkreten Vorschläge hätten Sie da?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding noch einmal Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Vielen Dank auch für diese Frage, die wunderbar an das eben Gehörte anknüpft. Aus Sicht eines kleineren und mittleren Unternehmens ist die Prospektfreiheit das wesentliche Thema. Die Prospektspflicht ist die wesentliche Hürde für kleine Unternehmen, Zugang zum Kapitalmarkt zu haben. Deshalb ist es eine sehr sinnvolle Maßnahme, die Schwelle für diese Prospektspflicht nach oben zu setzen. Dafür ist das Gesetz auch ausdrücklich von der EU geschaffen worden, nämlich um den Zugang von kleinen und mittleren Unternehmen zu ermöglichen. Die Zielrichtung im Gesetzesentwurf ist also jetzt schon wunderbar und die acht Millionen sind deswegen auch sehr zu begrüßen. Aber wie gerade eben schon geschildert, können die allermeisten Unternehmen davon in der jetzigen Form nicht profitieren, denn sie werden in der Rechtsform der GmbH geführt, aber nur die Eigenkapital-Investitionen in Aktiengesellschaften sind Wertpapiere. Im Moment werden nach diesem Gesetzesvorschlag nur Wertpapiere privilegiert. Die Eigenkapitalinvestitionen in die GmbHs sind Vermögensanlagen und werden dementsprechend nicht privilegiert, und sie hätten eine Prospektfreiheitsgrenze von 100 000 Euro, während diese Grenze bei der Aktiengesellschaft jetzt von 100 000 Euro auf acht Millionen Euro erhöht wird. Wenn das nicht geändert wird, hätten wir eine Situation, wo die Prospektfreiheitsgrenze für die Aktiengesellschaft achtzig Mal so hoch wäre wie für die GmbH. Achtzig Mal so hoch, denn bei Aktiengesellschaften beträgt die Prospektfreiheitsgrenze acht Millionen Euro, bei

GmbHs 100 000 Euro. Wenn man also etwas für die KMUs in Deutschland tun möchte, muss man den Zugang zum Kapital erleichtern und die Prospektfreiheitsschwelle erhöhen, aber wirklich dann auch für die Gesellschaftsformen, wie sie von den KMUs gebraucht werden. Es gibt also gar nicht schrecklich viele nötige Änderungen, sondern es geht um eine minimale Änderung im Vermögensanlagegesetz. Und dieses Vermögensanlagegesetz wird ja momentan in dem jetzigen Gesetzesentwurf ohnehin angepasst, nur eben nicht in diesem Punkt. Aber diese minimale Ergänzung müsste gemacht werden, dann hätten wir bei den GmbHs wenigstens die Erhöhung der Prospektfreiheitsschwelle auf 2,5 Millionen Euro. Das ist immer noch nicht so hoch wie bei den Aktiengesellschaften, aber wir wären einen ganz wesentlichen Schritt weiter. Und hier drängt auch die Zeit, weil wir die Abwanderung von Investitionen in das europäische Ausland und damit den Rückfall der Startup- und der Crowd-Industrie in Deutschland sehen. Aber es geht ja im Wesentlichen um die Startup-Industrie und die KMUs. Da können wir es uns als Wirtschaftsstandort auch nicht leisten, darauf zu warten, wann die nächste Evaluierung kommt. Wir müssen das jetzt machen, denn die Prospektfreiheitsgrenze für die Aktiengesellschaften wird jetzt erhöht, und es gibt keinen sachlichen Grund, warum sie für die GmbHs nicht auch erhöht wird, denn aus Sicht eines Investors und eines Unternehmens ist es vollkommen gleich, ob ich ein Eigenkapital-Investment in eine Aktiengesellschaft oder in eine GmbH mache. Vielen Dank.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Sie sprachen die Evaluierung des Vermögensanlagegesetzes an. Würde denn die Evaluation des Vermögensanlagegesetzes den Aspekt des Erwerbs von GmbH-Anteilen überhaupt erfassen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Das müsste man sehen. Es gab ja schon eine Evaluation des Vermögensanlagegesetzes, also des Kleinanlegerschutzgesetzes. Dort wurde es nicht aufgenommen, obwohl es natürlich auch immer wieder angebracht wurde. Ich möchte aber noch einmal betonen, dass es hier ja nicht um ein Schwarmfinanzierungs-Thema geht. Es geht darum, dass für alle Aktiengesellschaften, unabhängig da-





von, auf welche Art und Weise sie finanziert werden, die Prospektfreiheitsgrenze erhöht wird. Und warum diese Entscheidung, das auch für die GmbHs zu ermöglichen, in eine Evaluierung der Schwarmfinanzierung verschoben werden sollte, ist für niemanden nachvollziehbar. Es ist für keinen Startup-Unternehmer oder Gründer bzw. Geschäftsführer einer GmbH nachvollziehbar, wenn man ihm sagt, als Aktiengesellschaft kannst du acht Millionen prospektfrei emittieren, aber als GmbH nur 100 000 Euro. Das versteht kein Mensch.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion DIE LINKE., Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Danke, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage geht an Herrn Mattil. Mich interessiert, wie es aus Anleger- und Verbrauchersicht zu bewerten ist, dass künftig bis zu einem Schwellenwert von acht Millionen Euro Anlagevolumen auf einen Prospekt verzichtet werden soll. Was muss aus Ihrer Sicht in Hinblick auf den Prospekt erhalten bleiben, damit Herausgeber von Wertpapieren in Haftung genommen werden können?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Vielen Dank für die Frage. Die EU-Verordnung hat ja offenbar selbst einige Zweifel daran, ob man Verbrauchern bis acht Millionen Prospektfreiheit etwas verkaufen darf, sonst hätte man diese nationale Option nicht vorgesehen. Grundsätzlich bin ich der Meinung, dass die Beteiligungsschwellen von 1 00 Euro bzw. 10 000 Euro mit Selbstauskunft im Gesetzentwurf schon dazu geeignet sein müssten, Privatanleger von einer unüberlegten oder zu hohen Anlage abzuhalten. Hinzu kommt, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in der Haftung steht, wenn es diese Schwellen nicht prüft. Also ich denke mal, das ist vertretbar.

Das kurze, dreiseitige Informationsblatt ist natürlich mit einem Prospekt nicht vergleichbar, da steht nur das Allernötigste drin. In den verschiedenen Gesetzen kann man auch lesen, dass ein Kurzblatt einen Prospekt nicht ersetzen, sondern ergänzen oder zusammenfassen soll. Auch die EU-Verordnung sagt ja eigentlich, dass der Anleger sich bei der Anlageentscheidung auf den ganzen Prospekt stützen sollte.

Ich möchte dazu noch einige Beispiele nennen. Ein Wertpapier-Informationsblatt enthält ja wirklich nur das Nötigste: die Emittenten, die Risiken, die Aussichten und Ähnliches. In einem Prospekt sind hingegen beispielsweise alle Personen aufgeführt, die für diesen Prospekt verantwortlich sind, inklusive Verwaltungsmanagement und Aufsichtsorganen. Auch Abhängigkeiten, Verflechtungen, sogar Schuldsprüche in Bezug auf betrügerische Straftaten, Konkurse, staatliche Interventionen, Gerichts- oder Schiedsverfahren werden aufgenommen. All diese Dinge müssen in einem Prospekt enthalten sein, in einem Kurzblatt natürlich nicht. Man hat also eine ganz andere Informationsquelle.

Oft wird gesagt, dass ein Anleger vor einer Anlageentscheidung überhaupt nicht in den Prospekt hineinschaut, weil diese Prospekte oft ca. 200 bis 300 Seiten dick sind. An dieser Theorie ist schon etwas dran. Aber hinterher haben wir diese Informationsquelle, da können wir dann sehen, wer verantwortlich ist, was passiert ist, wo die Fehler des Prospektes liegen, wer die Verantwortlichen sind, wer geprüft und eventuell versagt hat. Das „hinterher“ ist ein ganz wichtiger Aspekt bei einem Prospekt.

Man könnte natürlich auch bis acht Millionen zum Beispiel über den Prospekt „light“ nachdenken, der in der Prospektverordnung auch ausdrücklich angesprochen ist – das ist dieser Wachstumsprospekt, der etwas abgespeckt ist, aber auch die notwendigen und für uns und für die Verbraucher und Anwälte wichtigen Informationen enthält, für den Fall, dass man dann doch im Nachhinein Ansprüche stellen muss. Schauen Sie sich die P&R an, das ist unglaublich, aber wir können jetzt zumindest im Prospekt nachlesen, was dort im Einzelnen eigentlich geplant und durchgeführt wurde, wo die wirklich strukturellen Fehler liegen. Mit einem Kurzblatt oder einer Broschüre, wie das bis 2016 üblich war, kann man im Prinzip nichts anfangen. Und so haben wir doch ganz andere Möglichkeiten. Aber prinzipiell halte ich den Gesetzentwurf, vor allem mit den Schwellen, schon für machbar. Es sollte einen Verbraucher schon vor unüberlegten und zu hohen Investitionen abhalten, wenn er eine Selbstauskunft erteilen muss. Danke.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Eine Nachfrage habe ich noch dazu. Die acht Millionen, das ist ja das Maximum, was die EU-Verordnung anregt. Sie hatten das ja auch gerade angesprochen. Was halten Sie von diesem Wert, acht Millionen?



Ich persönlich halte ihn, was die Zielgruppe der kleinen und mittleren Unternehmen angeht, für relativ hoch.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Soviel ich weiß, ist dieser Wert nicht willkürlich gewählt. Es geht wohl um die Machbarkeit eines Prospektes, denn der kostet viel Geld. Man hat ausgerechnet, dass es sich ab einem Wert von acht Millionen lohnt, einen Prospekt zu machen. Natürlich sind die Kosten das Problem der Emittenten.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, Herr Dr. Bayaz, bitte.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (B90/GR): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Herr Loipfinger, wir hatten Sie ja nominiert, vielen Dank für Ihr Erscheinen. Ich möchte Ihnen gern die Gelegenheit geben, uns aus Ihrer Sicht den zentralen Änderungsbedarf an dieser Vorlage zu erklären. Vielleicht können Sie in diesem Kontext auch noch einmal auf die Diskussion zu den Schwellen, die wir jetzt bereits geführt haben, eingehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für investmentcheck.de, Herr Loipfinger, bitte.

Sv **Stefan Loipfinger** (investmentcheck.de): Vielen Dank, Herr Dr. Bayaz. Die acht Millionen-Grenze wird hier heftig diskutiert. Ich halte sie für schwierig. Wir haben in der ersten Fragerunde schon gehört, dass es heute auch noch eine fünf Millionen-Grenze für bestimmte Institute gibt. Wenn man es bei acht Millionen belässt, würde das dazu führen, dass es dann in einem Volumenbereich dieses Dokument gibt, im anderen Volumenbereich jenes Dokument – wir haben ja hier schon Probleme, das alles sauber nachzuvollziehen.

Ich glaube, es ist keine gute Idee, die Schwelle auf acht Millionen festzusetzen. Ich persönlich würde vorschlagen, es auf die 2,5 Millionen-Grenze aus dem Vermögensanlagegesetz zu reduzieren. Das ist eine Grenze, die sich für Schwarmfinanzierungen bewährt hat. Ob sie sich wirklich bewährt hat, kann man sicherlich auch heftig diskutieren, aber in diesem Bereich ist sie auf jeden Fall akzeptiert und funktioniert. Das hat man auch evaluiert. Warum man das jetzt hier für Wertpapiere auf acht Millio-

nen ausdehnt, ist für mich nicht ganz nachvollziehbar. Ich würde stark anregen, das auf die 2,5 Millionen des Vermögensanlagegesetzes zu reduzieren.

Im Gesetzesentwurf steht auch, dass diese Papiere zum Schutz der Anleger nur im Rahmen der Anlagevermittlung und der Anlageberatung verkauft werden dürfen, und zwar nur über Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Ich persönlich bin da der Meinung, dass die Anlagevermittlung nicht geeignet ist, ein hochriskantes Produkt, das Wertpapier-Charakter hat und mit hohen Totalausfall-Risiken behaftet ist, zu verkaufen. Ich würde anregen, dass die Anlagevermittlung gestrichen wird und dass solche Papiere nur im Rahmen der Anlageberatung verkauft werden dürfen. Wenn man da mal eine Analogie in die Medizin zieht: Jeder würde sagen, dass es völlig unsinnig wäre, wenn man starke Medikamente in der Apotheke verkauft bekommt, ohne dass vorher ein Arzt ein Rezept ausstellt, nachdem er eine eingehende Untersuchung durchgeführt hat. So kann man das im Grunde auf die Anlagevermittlung übertragen. Ich würde also dringend empfehlen, das zu streichen.

Die 1 000 Euro-Grenze, die als unproblematisch für ein Einzelinvestment im Gesetzesentwurf verankert ist, wird in der Praxis im Bereich der Schwarmfinanzierungen regelmäßig überschritten. Im Durchschnitt werden dort pro Anleger etwa 2 000 Euro investiert. Das zeigt, dass offensichtlich die Grenze dort eher im Regelfall, und nicht nur im Ausnahmefall, wie im Gesetzesentwurf vorgesehen, überschritten wird. Also auch da, glaube ich, wäre es dringend notwendig, wenn man die Beratung als ausschließliches Vehikel zulässt, weil dann auch etwas sorgfältiger geprüft wird, ob der Anleger das wirklich einhält und man nicht nur eine Selbstauskunft verlangt, die im Online-Bereich durch zwei Häkchen einfach mal schnell gemacht wird.

Zum Thema WIB, also Wertpapier-Informationsblatt: Das ist noch ein Blatt, wo wir schon langsam nicht mehr verstehen, worin denn nun eigentlich der Unterschied zwischen diesem Blatt und jenem Blatt besteht. Es ist stark an das VIB, das Vermögensanlagen-Informationsblatt, angelehnt. Wer viel mit VIBs zu tun hat, und das WIB ist ja stark an das VIB angelehnt, sieht, dass das überhaupt nicht funktioniert. Das wird von Anwälten formuliert, da sind Standardfloskeln drin wie: „es kann besser werden“ und „es kann schlechter sein“. Das ist



richtig. Aber was sagt mir das als Anleger? Vor allem, wenn ich fünf VIBs nebeneinander lege. Ich lese viele von diesen VIBs, und ich tue mich wahnsinnig schwer damit, diese zu unterscheiden und am Ende zu beurteilen, worum es da wirklich geht. Also, da müsste die Individualität viel stärker herausgehoben werden, auch bei den Anforderungen. Zu den VIBs gab es mal ein Muster-Vermögensanlage-Informationsblatt eines Verbandes. Da ist eine halbe Seite zu Risiken geschrieben worden, und das einzige, was individuell vom Anbieter einzutragen war, war die Seitennummer, auf die man verwiesen hat, wo die Risiken im Prospekt ausführlich stehen. Der Rest bestand aus Standardfloskeln. Wenn man also fünf davon nebeneinander hatte, konnte man sehen, dass das wortwörtlich der gleiche Text war. Das bringt uns also nicht weiter.

Zuletzt noch ganz kurz zu den Berichtspflichten, die ja auch definiert sind. Ich würde dringend anregen, dass diese auch für Emittenten von Wertpapieren auf sechs Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres festgelegt werden. Außerdem sollte die Kleinstunternehmerregelung, wonach man nur die Bilanz, aber keine Gewinn- und Verlustrechnung und keinen Lagebericht veröffentlichen muss, gestrichen werden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der SPD-Fraktion. Herr Binding, bitte.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Vielen Dank. Ich möchte die BaFin zur Bail-in-Fähigkeit von Verbindlichkeiten befragen. Die Kreditwirtschaft sagt, dass der Gesetzentwurf die Gefahr des Wiederauflebens von Kündigungsrecht im letzten Laufzeitjahr vor Endfälligkeit berge. Deshalb sei die Anrechenbarkeit der Verbindlichkeiten als bail-in-fähig gefährdet und man schlage deshalb vor, das Kriterium „Restlaufzeit“ auszuklammern. Jetzt habe ich einige Fragen dazu: Können Sie bitte zunächst die Problematik ein wenig erläutern? Welche Konsequenzen hätte der Verlust der Anrechenbarkeit für die Banken? Welche Vorteile sind aus der Sicht der erfolgreichen Abwicklung durch die Beibehaltung der Formulierung vorhanden? Mit welcher Lösung wird am ehesten die Gefährdung des Steuerzahlers durch einen eventuellen Bail-out vermieden?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Herr Dr. Heemann, bitte.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Vielen Dank Frau Vorsitzende. Vielen Dank auch für die Frage. Das ist in der Tat, nicht für die Thematik „Prospekt“, aber für die Thematik „Abwicklung und Finanzstabilität“, ein ganz wichtiger Gesichtspunkt. Womit haben wir es zu tun? Für eine Abwicklung benötigen Banken eine Verlustabsorptionsfähigkeit – das sind Aktien, das sind bestimmte Verbindlichkeiten – und eine Rekapitalisierungsfähigkeit. Man hat festgestellt, so können Steuern eingespart und Verluste der Banken auf die Gläubiger verteilt werden. Aus gesetzgeberischer Sicht ist unsere Möglichkeit, diese Verlustabsorptionsfähigkeit zu steuern, eine Kenngröße, die wir „Mindestanforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten“ nennen. Abgekürzt nennen wir das MREL. Das ist ein Begriff aus dem Englischen: Minimum Requirement for Eligible Liabilities. Diese Kenngröße setzt voraus, dass nicht nur eine bestimmte Ziffer berechnet wird, sondern dass die Banken das mit Verbindlichkeiten zu erfüllen haben, die für eine Verlustabsorption besonders tauglich sind.

Deshalb hat der Gesetzgeber gesagt, um für die Verlustabsorption geeignet zu sein, muss bei einer Verbindlichkeit eine Mindestlaufzeit von einem Jahr vorhanden sein. Alles, was unter einem Jahr ist, kann schnell verschwinden und muss wieder refinanziert werden. Also fällt das aus der Möglichkeit, diese Anforderungen zu erfüllen, raus. Gleichwohl hat der europäische Gesetzgeber als allgemeine Annäherung kürzlich einen Gesetzgebungsvorschlag im Rat verabschiedet, wo ein weiteres Kriterium dazukommt: Man sagt nämlich, Verbindlichkeiten dürfen auch nicht beschleunigt, das heißt, gekündigt werden, und das letztendlich unabhängig von der Laufzeit. Also, wenn man, wie es im Regierungsvorschlag ursprünglich vorgesehen war, die Laufzeit auf länger als ein Jahr beschränkt, dann hätten wir diese Thematik. Aus der Abwicklungssicht würden wir es begrüßen, wenn das Verbot der Kündbarkeit auch für die Verbindlichkeiten gilt, die eine Mindestlaufzeit von weniger als einem Jahr haben.



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die CDU/CSU-Fraktion, Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Vielen Dank. Ich habe dieselbe Frage an zwei verschiedene Adressaten, und zwar an die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. und an Frau Prof. Dr. Poelzig. Der Gesetzentwurf sieht ja vor, dass es Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger geben könnte. Da ist der Regelfall, dass diese Schwelle bei 1 000 Euro liegt, für gewisse Ausnahmen liegt sie bei 10 000 Euro. Darüber hinaus ist es dann aber so gut wie unmöglich, dass jemand, selbst wenn er vermögend ist, mehr als 10 000 Euro anlegt. Die Frage geht zunächst an die DSW und dann an Frau Prof. Dr. Poelzig.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V., Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Vielen Dank für die Frage. Ich glaube, die Antwort, kann man auch ideologisch geben. Aber wir sehen es so, dass wir eigentlich den Anlegerschutz von hinten denken müssen, und zwar müssen wir schauen, dass wir ein gutes Haftungsregime haben. Darüber reden wir viel zu wenig. Wenn wir ein gutes Haftungsregime haben, kann man auch dem Anleger mehr als 1 000 Euro zumuten. Deswegen finden wir sowohl die 1 000 als auch die 10 000 Euro viel zu wenig. Wir sollten vorne die Freiheit lassen, aber dafür eher hinten schauen, dass wir den Anleger mehr schützen. Und wir sehen da eigentlich schon immer, das kennen Sie von uns auch, die Beweislastumkehr als das zentrale Instrument, um das zu regeln.

Aber zu den 1 000 Euro: Wir haben es auch gerade gehört, normalerweise sind es schon beim Crowdinvesting 2 000 Euro, und da vermutet man das gar nicht. Also, wir finden 1 000 Euro eigentlich ein bisschen wenig und denken eher, wir müssen vorne die Freiheit geben, um den Anleger dann hinten bei der Haftung zu schützen. Man muss auch die Frage stellen, wie schützenswert eigentlich der Emittent ist. Oder wollen wir nicht gerade den Anleger schützen? Gerade bei prospektfreien Emissionen, wo der Anleger eben kein zentrales Dokument hat, sollten wir drüber nachdenken, ob wir nicht eine Beweislastumkehr einführen, denn dann hat der Anleger nicht den Stress, irgendwas

beweisen zu müssen, obwohl er noch nicht mal ein Dokument hat. Der Anbieter, der Emittent, müsste die Beweislast tragen. Das wäre eine faire Verteilung der Lasten. Das hätten wir uns gewünscht, dann können wir uns nämlich vorne auch die Schwelle von 1 000 Euro sparen. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Universität Leipzig, Frau Prof. Dr. Poelzig, bitte.

Sve **Prof. Dr. Dörte Poelzig** (Universität Leipzig): Vielen Dank für die Einladung und für die Möglichkeit, hier Stellung nehmen zu dürfen. Zu den Einzelanlageschwellen, die ja letztendlich dem Schutz des Kleinanlegers dienen, möchte ich zunächst sagen, dass im Kapitalmarktrecht der Schutz des Anlegers ja vor allen Dingen durch Informationen sichergestellt werden soll. Und die Frage ist, ob wir hier ausreichende Informationen haben, oder nicht, und ob so eine Einzelanlageschwelle notwendig ist. Wir haben zunächst das Wertpapier-Informationsblatt, das ich für einen guten Kompromiss halte, das allerdings recht kurz ist, aber dem Standard der Kurzinformativblätter im Kapitalmarktrecht entspricht. Gleichwohl haben wir keinen Prospekt, sodass man durchaus überlegen könnte, was ja auch schon angeklungen ist, dieses Kurzinformativblatt auszudehnen, sodass es mit der Zusammenfassung im Prospekt, die sieben Seiten beträgt, vergleichbar ist. Zum Crowdinvesting hat die Europäische Kommission jetzt auch ein Kurzinformativblatt vorgeschlagen, das sechs Seiten umfassen soll.

Wir haben also eine gewisse Information, die allerdings nicht so weit geht wie ein Prospekt. Die Einzelanlageschwellen kommen ja aus dem § 2a Vermögensanlagegesetz, wo es um das Crowdinvesting geht. Dort werden sie mit dem Anlegerschutz begründet. Allerdings sehe ich einen zentralen Unterschied, was bei meinem Kollegen auch schon angeklungen ist: Wir haben hier ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen dazwischengeschaltet, was Anlageberatung und Anlagevermittlung erbringt und insoweit den Anleger durch Informationen schützen soll. Deshalb halte ich diese Einzelanlageschwellen nicht zwingend für notwendig, weil wir einen Intermediär dazwischengeschaltet haben. Man könnte vielleicht überlegen, ob man das auf die Anlageberatung beschränkt, weil da durch die MiFID II oder das WPHG noch ein stärkerer Schutz





des Anlegers gewährleistet ist als bei reiner Anlagevermittlung.

Es ist also meiner Meinung nach fraglich, ob wir die Anlageschwellen überhaupt brauchen. Wenn wir sie dennoch für notwendig erachten, sollte man auf jeden Fall über eine Erhöhung der Anlageschwellen nachdenken. Vielen Dank.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Habe ich Sie zusammenfassend also richtig verstanden, dass Sie eigentlich diese Anlageschwellen für entbehrlich halten? Das wäre jetzt ihr Vorschlag?

Sve **Prof. Dr. Dörte Poelzig** (Universität Leipzig): Ja.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Hauer, Sie sind wieder dran, denn die nächste Frage kommt auch von Ihrer Fraktion.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Genau. Jetzt würde ich gern zwei Fragen an die BaFin stellen. Wir haben Ihnen ja den Entwurf eines Änderungsantrages zukommen lassen. Da ging es einmal um Gleichwertigkeitsbeschlüsse der Europäischen Kommission nach MiFID II und MiFIR. Mich interessiert, wie Sie diese Vorschläge bewerten. Zum zweiten hatten wir noch ein Entwurf zu einem Änderungsantrag, bei dem es um das Inkrafttreten einiger Bestimmungen des Zahlungskontengesetzes (ZKG) geht. Die sollen danach vorgezogen werden. Auch da bitte ich Sie um Ihre Einschätzung.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich möchte auf die zweite Frage, die Änderungen im Bereich des ZKG, zuerst eingehen. Hintergrund ist letztlich, dass geplant ist, dadurch den Verbrauchern zeitgerecht ein Portal bieten zu können, wo sie erfahren können, welche Kosten mit einer Bankdienstleistung, mit einer Kontoführung, verbunden sind. Diese Gesetzesänderung ist deswegen vorgesehen, um dies zeitgerecht durchführen zu können.

Der zweite Punkt waren die Gleichwertigkeitsprüfungen. Grundsätzlich müssen wir im internationalen Kontext schauen, ob wir in diesem, wie auch in vielen anderen Bereichen, gleichwertige Regelungen auch in anderen Staaten haben. Das heißt: Haben wir dort gleiche Bedingungen, Bilanzierung

und ähnliches? Es ist wichtig, dass dies auch geschieht.

Zu Ihrem Änderungsantrag selber: Ich gucke gerade mal meine Kollegen an. Da muss ich jetzt wirklich selbst noch einmal schauen. Ich lese das nach.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Gut. Soweit dann erst mal von Ihnen? Gut. Herr Hauer, Sie haben noch Zeit.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich würde dann gern noch einmal bei der BaFin zum Thema „Neuregelung zum Rang ungesicherter Schuldtitel in der Insolvenzrangfolge“ nachhaken. Dazu haben wir ja auch eine Stellungnahme des Bundesrates, dort ist das die Nummer vier. Dort geht es also um § 46f Abs. 9 KWG. Dazu würde mich Ihre Einschätzung interessieren.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Dr. Heemann, bitte.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Wir würden es begrüßen, wenn die bisherige Regelung, die diese Schuldtitel in der Vergangenheit schon ein wenig nachrangig, das heißt, nicht vorrangig, gestellt hat, weiterhin greift. Dafür haben wir zwei Gründe. Zu einen: Es gibt eine europäische Vorgabe in der Richtlinie, die besagt, dass auf die bestehenden Titel auch das bestehende Insolvenzrecht weiterhin anwendbar sein muss. Das ist in Absatz 9 umgesetzt.

Zum anderen hat der Bundestag schon vor zwei Jahren eine heute noch bestehende Regelung geschaffen, die aus unserer Sicht einen ganz wesentlichen Beitrag für die Finanzstabilität geleistet hat. Wir haben damit eine Schicht von Papieren bzw. Verbindlichkeiten, bei denen wir die Banken dieser von mir eben schon angesprochenen Verlustabsorptionsfähigkeit unterworfen haben, die wesentlich besser geeignet ist als die Verbindlichkeiten gegenüber Einlegern oder sonstigen Kunden oder aus dem operativen Geschäft der Banken. Diese Regelung jetzt aus einer materiellen Sicht aufzugeben, würde einen sehr positiven Beitrag des Deutschen Bundestages wiederum in Frage stellen.

Also, es gibt einen materiellen ökonomischen Sinn, und es gibt eine gesetzgeberische Vorgabe, eine europäische Richtlinie, die sehr dafür sprechen, den neuen Entwurf auch gesetzgeberisch so umzusetzen, dass die bisherige Regelung weiter greift.



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD. Herr Gottschalk, bitte.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Ich bleibe da ganz hartnäckig, denn mir geht es tatsächlich darum, dass wir Crowdfunding, aber auch Startups in Deutschland deutlich besser fördern können, weil ich das für einen Wachstums- und Innovationsmarkt halte. Ich bleibe also hartnäckig und frage noch einmal Herrn Loipfinger: Hätten sich aus Ihrer Sicht beispielsweise die Fälle Prokon oder S&K verhindern lassen? Und wenn Sie zu dem Schluss kämen, das wäre machbar gewesen: Wie wäre es machbar gewesen?

Vor diesem Hintergrund, auch da bleibe ich hartnäckig, würde ich im zweiten Teil noch einmal die BaFin fragen: Wenn Sie sich denn etwas wünschen könnten, wie Sie prüfen dürften, und Sie hätten einfach mal die Möglichkeit, sich etwas zu wünschen, was würden Sie da sagen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für investmentcheck.de, Herr Loipfinger, bitte.

Sv **Stefan Loipfinger** (investmentcheck.de): Ja, was kann man tun, um diese Skandale mit Prokon, P&R, und wie sie alle hießen, zu verhindern, oder hätte man sie verhindern können? Ich glaube schon, dass man sehr viel tun kann, und man hätte auch Vieles davon verhindern können, gerade im Fall P&R. Ich muss Herrn Eufinger widersprechen. Wenn Sie sagen, man kann das Risiko des Marktes nicht nehmen, da widerspreche ich Ihnen nicht. Aber ich muss Ihnen bei der Aussage widersprechen, dass man die Kohärenz des Prospektes ordnungsgemäß geprüft hat. Das hat man nicht getan. Wenn beispielsweise im Produktprospekt von P&R auf Seite 128 steht, dass die Investitionen, die man in der Vergangenheit gemacht hat, alle ganz anders gelaufen sind, als auf Seite 10 steht, wo man das Investitionskonzept beschrieben hat, dann ist das einfach etwas, was man erkennen muss, was nicht kohärent ist, was man hätte beanstanden müssen und was meines Erachtens zwingend mal dazu führen müsste, dass die BaFin bei solchen Dingen die Möglichkeiten, die nach dem Vermögensanlagegesetz vorhanden sind, auch ausschöpft.

Ein anderes Beispiel: Im Vermögensanlagegesetz ist § 1 Abs. 2 Nr. 7 geändert worden. Da heißt es, dass im Grunde alles, was eine Verzinsung in Aussicht stellt, dem Vermögensanlagegesetz unterliegt. Ich

habe persönlich bei der BaFin schon des Öfteren Anzeigen zu Produkten gemacht, die das ganz klar tun, die aber keinen Prospekt haben und wo seitens der BaFin nichts passiert. Als Antwort kommt von der BaFin immer, zu Einzelfällen könne man nichts sagen. Dann schreibe ich immer als Standardantwort zurück: „Macht nichts, ich warte einfach noch einen Monat und schaue, was passiert ist.“ Und es ist wieder nichts passiert. In meinen Augen müsste die BaFin ihre Möglichkeiten da viel stringenter umsetzen.

Persönlich muss ich sagen, dass ich vermute, dass man dem Ärger mit den Anbietern, den man produzieren würde, aus dem Weg geht. Und den Ärger mit dem Anleger, den man später hat, den hat man ja nicht wirklich, weil man da ja immer sagt, man konnte eh nichts tun. Und das ist mir zu kurz gedacht. Ich bin der Überzeugung, man könnte ganz viel tun. Man müsste einfach von Seiten der Aufsicht etwas anders an die Sache herangehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Vielen Dank. Unser Prüfungsmaßstab ist in vielen Dingen europarechtlich vorgegeben und schlichtweg auch begrenzt. Ich möchte zu konkreten Unternehmen nichts sagen, sehen Sie mir das bitte nach. Aber generell möchte ich noch einmal darauf hinweisen, dass sich die Kohärenzprüfung bei uns auf einen Prospekt, auf eine Darstellung bezieht. Und wenn dort steht, was jemand in der Vergangenheit getan oder nicht getan hat, dann mag das so sein. Die Frage ist deswegen: Ist das, was im Prospekt steht, gelogen, oder nicht?

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Aber Sie sollen sich ja etwas wünschen.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ja, genau. Darauf wollte ich jetzt kommen. Sie haben mich nach meinen Wünschen gefragt. Wir haben hier schon mehrfach angesprochen, dass für Gesetze alles Mögliche evaluiert wird. Das heißt, man schaut, wo Änderungen nötig sind. Der Verband Crowdfunding hat zum Beispiel die GmbH-Geschichten angesprochen. Das sind alles Dinge, die man sich natürlich im Laufe der Zeit anguckt, selbstverständlich.



Einen direkten Wunsch, um aufsichtsmäßig „zuschlagen“ zu können, habe ich nicht, und zwar deswegen, weil ich glaube, dass es die Aufgabe einer Aufsicht ist, für Transparenz und Marktintegrität zu sorgen, was wir, glaube ich, wirklich gut tun. Es ist aber nicht die Aufgabe einer Behörde, Garant für Rendite und für all diese Dinge zu sein. Der Staat soll nicht für privates Engagement haften. Das will ich persönlich nicht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der SPD, Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Danke, Frau Vorsitzende. Ich möchte noch einmal an die Fragen des Kollegen Binding zu bail-in fähigem Kapital und dem Kreditwesengesetz anschließen. Meine Frage geht an die BaFin. Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft sieht Änderungsbedarf im Hinblick auf die Rückwirkungsregel für ungesicherte Schuldtitel als Bail-in-Papiere aus der Änderung im Jahr 2015. Ihr Verband begründet das damit, dass die Neugläubiger im Verhältnis zu den Bestandsgläubigern vor der Novelle 2015 benachteiligt wurden. Als zweites Argument wird ausgeführt, dass diese Rückwirkung im europäischen Kontext zu einem Wettbewerbsnachteil zu Lasten institutioneller Investoren führen würde.

Ich habe folgende Fragen: Erstens: Können Sie die Problematik noch einmal erläutern? Zweitens: Ist die Behauptung vom Gesamtverband Deutscher Versicherer zutreffend? Drittens: Wenn ja, was wäre die Folge, wenn auf die seinerzeit eingeführte Rückwirkung verzichtet würde, insbesondere im Hinblick auf das Bail-out-Risiko? Viertens: Wenn ja, womit kann diese behauptete Ungleichbehandlung von Bestandsgläubigern gerechtfertigt werden? Fünftens, die wichtigste Frage: Welche Lösung stellt am ehesten sicher, dass keine Steuermittel für eine eventuelle Bankenabwicklung oder -sanierung aufgewendet werden müssen? Und wenn Sie das schnell beantworten, habe ich noch eine zweite Frage.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die BaFin, Herr Dr. Heemann, bitte.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich glaube, ich kann das allein deshalb schon schnell beantworten, weil ich einen Teil der Antworten eben schon gegeben habe, das ging nämlich in dieselbe Richtung. Wir haben schon seit Anfang 2017

eine Gesetzgebung, die dazu führt, dass bestehende Schuldtitel gegenüber Papieren, die für eine Abwicklung nicht so tauglich sind, vorrangig heranzuziehen sind. Das sind Inhaberschuldverschreibungen und Kapitalmarktpapiere von Banken. Sie wurden nicht wirklich nachrangig gestellt, sondern der Gesetzgeber hat gesagt, andere Papiere sind vorrangig und deshalb in einer Abwicklung geschützter. Aus Investorensicht sagt man da natürlich, naja, jetzt bin ich ein bisschen schlechter gestellt als andere Papiere. Das stimmt.

Man hat das damals aus dem übergeordneten Gesichtspunkt der Finanzstabilität heraus begründet, weil die Erfahrung der Finanzmarktkrise gewesen ist, dass ansonsten der Steuerzahler dafür hätte zahlen müssen. Die europäische Antwort darauf war, es soll nicht der Steuerzahler sein, sondern das sollen geeignete Investoren sein. Das hat der deutsche Gesetzgeber beispielhaft gemacht, nicht nur in Europa, sondern auch im Vergleich zu anderen Staaten, die diese Möglichkeiten nicht hatten. Auf europäischer Ebene hat man jetzt nachgezogen, und gesagt, die Banken sollen nicht nur Bestandspapiere, sondern zukünftig auch Papiere, die sie neu emittieren, mit dem Hinweis auf diese neue Regelung, auf diesen Nachrang, oder Nicht-Vorrang (non preferred) herausgeben können. Gleichwohl ist dieser Bestand in Deutschland aus einer ökonomischen Perspektive des Finanzmarktes für ein Abwicklungsregime und damit für die Finanzmittel sehr wichtig. Die Behandlung der Investoren seit 2015 würden wir nicht als Ungleichbehandlung ansehen, sondern als Fortsetzung einer bestehenden Haftungskaskade, die wir sehr begrüßen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Hakverdi, Sie haben noch Zeit für Ihre nächste Frage.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Dann bleiben wir bei § 46 KWG. In der Stellungnahme der Kreditwirtschaft wird die Hereinnahme von EONIA-Floatern, CMS Floatern einschließlich Kupon-Reset-Strukturen in die Forderungsklasse „non preferred“, also als bail-in-fähig, gefordert. Ich glaube, ich kenne die Antwort, aber nochmal: Warum sind diese Papiere für eine Abwicklungssituation ungeeignet?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Dr. Heemann, bitte.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Einfach



gesagt ist für uns alles geeignet, wenn es einfach zu bewerten ist und in der Abwicklung auch tatsächlich zur Verfügung steht. Ich will auch für diese Papiere, für diese Instrumente, gar nicht generell ausschließen, dass das möglich ist. Für bestimmte von Ihnen genannte Papiere muss man allerdings sagen, dass sie in der Abwicklung schwer bewertbar sind, da bestimmte Risiken schwer kalkulierbar sind und die Papiere außerdem vielleicht nicht zur Verfügung stehen. Wenn also Papiere einfach zu bewerten sind, weil zwischen dem derivativen Element und der Laufzeit des Papiers selbst Gleichheit besteht, dann nehmen wir sie rein. Ansonsten würden wir uns vorbehalten zu sagen, sie sind zu kompliziert und nicht zu bewerten, und deshalb entsprechen sie nicht den Vorgaben für eine einfache Abwicklung.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der CDU/CSU-Fraktion. Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Meine erste Frage richtet sich an Frau Prof. Dr. Poelzig, die zweite an die Deutsche Kreditwirtschaft.

Die erste Frage an Frau Prof. Dr. Poelzig bezieht sich noch einmal auf die Ausschöpfung der Option zur Erhöhung auf acht Millionen Euro. Wie bewerten Sie das? Das hatte ich vorhin ja schon die anderen Sachverständigen gefragt. Nun würde ich gern Ihre Meinung hören.

Meine zweite Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft: Mich interessiert Ihre Einschätzung zu den gerade genannten Einzelanlageschwellen für die Anleger. Denken Sie, dass die Anleger dadurch geschützt werden oder nicht?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Universität Leipzig, Frau Prof. Dr. Poelzig, bitte.

Sve **Prof. Dr. Dörte Poelzig** (Universität Leipzig): Vielen Dank. Das Ausschöpfen der Grenze bis acht Millionen Euro für die Prospektbefreiung halte ich grundsätzlich für richtig. Das kommt auch den Emittenten entgegen. Die Frage ist dann allerdings, was ich vorhin schon habe anklingen lassen, inwieweit dann ausreichender Anlegerschutz gewährleistet wird, wenn der Prospekt entfällt. Das ist meines Erachtens mit dem Wertpapier-Informationsblatt grundsätzlich gelungen, weil wir damit eine Information haben. Die Frage ist allerdings, wie dieses Wertpapier-Informationsblatt aussehen

sollte. Die drei Seiten halte ich für etwas knapp an Informationen. Ich würde grundsätzlich dafür plädieren, dass man noch einmal schaut, ob man es vielleicht auf sieben Seiten ausdehnt oder – was vorhin auch angesprochen worden ist – ob man sich an dem Prospekt, der für die KMU in der Prospektverordnung vorgesehen ist, orientiert.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Deutsche Kreditwirtschaft, Herr Dr. Hertel.

Sv **Dr. Arne Hertel** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Vielen Dank für die Frage. Die Intention der Einzelanlageschwellen, also den Anleger zu schützen und Klumpenrisiken in den Depots zu vermeiden, können wir grundsätzlich sehr gut nachvollziehen. Ich glaube, im Bereich der Vermögensanlagen kann das auch durchaus sinnvoll sein. Denn wir befinden uns hier im grauen Kapitalmarkt, der nur bedingt reguliert ist.

Zum Bereich der CRR-Institute muss man aber sagen, dass wir bereits einer umfassenden Regulierung unterliegen. Seit Anfang des Jahres sind die neuen Vorgaben der Finanzmarktrichtlinie MiFID II in Kraft, die den Vertrieb der Wertpapiere sehr umfassend regulieren und sich auch intensiv mit der Frage auseinandergesetzt haben, was es beim Vertrieb von Wertpapieren insgesamt zu beachten gilt. Die Anforderungen sind ausgesprochen umfassend. Dazu gehört unter anderem auch, dass der Berater eine sogenannte Geeignetheitsprüfung vornehmen muss. Alle Papiere, die der Kundenberater seinem Kunden empfehlen möchte, müssen für den Kunden geeignet sein. Das heißt, dass der Kunde zunächst einmal nach seinen Wünschen zu befragen ist. Darüber hinaus ist er zu befragen, was er an Kenntnissen und Erfahrungen mitbringt, insbesondere auch wie seine finanzielle Situation ist.

Jede Empfehlung orientiert sich heute bereits aufgrund der umfassenden Vorgaben (MiFID II, WPHG) daran, was sich der Kunde am Ende des Tages leisten kann. Diese Ermittlung der finanziellen Verhältnisse ist auch deutlich umfangreicher als das, was im Wertpapierprospektgesetz vorgesehen ist. Darüber hinaus bekommt der Kunde vom Kundenberater eine Geeignetheitserklärung, die schriftlich dokumentiert, warum wir gerade diese Empfehlung für den Kunden für geeignet halten.





MiFID II ist also im Grunde so etwas wie eine Verschriftlichung der Grundsätze der guten Beratungspraxis.

Wir halten deswegen diese Einzelanlageschwellen für eine unnötige Doppelung. Diese Doppelung würde zu einem erheblichen bürokratischen Aufwand für unsere Institute führen, ohne einen wirklichen Mehrwert für unsere Kunden zu bringen. Denn wir sind durch andere Spezialgesetze schon umfassend verpflichtet, diese Anforderungen zu berücksichtigen. Außerdem würden insbesondere die kleinen Institute dadurch belastet.

Wir glauben auch, dass mit einer Abschaffung der Einzelanlageschwellen dem Gedanken des Koalitionsvertrages eher Rechnung getragen würde. Denn darin ist explizit erwähnt, dass man die Regelungen im Bereich der Finanzregulierung evaluieren möchte, was letztlich auch bedeutet, unnötige Doppelregulierungen aufzugeben. Vielen Dank.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich habe eine Nachfrage an Frau Prof. Poelzig. Wir reden auch über die Ausnahme für CRR-Institute. Dort gibt es diese Grenze von fünf Millionen Euro. Würden Sie einen Bedarf sehen, diese Grenze entsprechend auf acht Millionen Euro anzuheben?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Universität Leipzig, Frau Prof. Poelzig.

Sve **Prof. Dr. Dörte Poelzig** (Universität Leipzig): Das halte ich für eine Option. Bisher war es immer so, dass diese Ausnahme, die bisher in § 1 Absatz 2 Nr. 4 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) existiert, mit der Prospekttrichtlinie mitgegangen ist. Daher sehe ich keinen Grund, warum das jetzt anders sein sollte. Wir haben insbesondere börsennotierte Emittenten, die Zulassungsfolgepflichten unterliegen. Dadurch existieren bereits viele Informationen, so dass mir diese Anhebung sinnvoll erscheint.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der FDP, Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Meine Frage richtet sich an die Deutsche Kreditwirtschaft. Welche technischen Schwierigkeiten bestehen bei § 10 Abs. 5 KWG in der Fassung des Regierungsentwurfs im Hinblick auf das MREL-fähige Kapital, und inwiefern schafft hier der Umdruck Nr. 5 Abhilfe?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Kreditwirtschaft, Herr Dr. Hertel, bitte.

Sv **Dr. Arne Hertel** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Ich würde die Frage gerne an meine Kollegin, Frau Glaser vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband, abgeben. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Frau Glaser, bitte.

Sve **Jessica Glaser** (Die Deutsche Kreditwirtschaft / Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Vielen Dank für die Frage. Herr Heemann hatte es eingangs auch schon erwähnt, dass mit der ursprünglichen Fassung im Regierungsentwurf des § 10 Abs. 5 KWG die Möglichkeit bestünde, dass die Anforderungen, die der europäische Gesetzgeber an dieses MREL-fähige Kapital, also das Kapital, was schnell und unproblematisch im Falle einer Abwicklung zur Verfügung steht, möglicherweise nicht erfüllt werden könnten oder zumindest nicht solange erfüllt werden könnten, wie die Institute sie brauchen. Das wäre natürlich ärgerlich, da die Intention dieses Gesetzesvorschlages eine andere war.

Mit dem Änderungsvorschlag, der uns jetzt vorliegt, wären diese Bedenken ausgeräumt. Denn mit dem Bezug auf die vertragliche Laufzeit wird klargestellt, dass diese Kündigungsrechte bis zum Ende der vertraglichen Laufzeit gelten, und damit auch den Anforderungen des europäischen Gesetzgebers für bail-in-fähiges Kapital genügt würde.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Schäffler.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Dann hätte ich noch eine Frage an den Bundesverband Crowdfunding. Welche Hürden bestehen für Crowdfunding-Plattformen, Wertpapiere derzeit zu vermitteln, und wie steht dies mit der Vermittlerlizenz im Wertpapierbereich im Zusammenhang?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Rietmüller.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Vielen Dank für die Frage. Die Hürde ist tatsächlich die Vermittlerlizenz, die Sie ansprechen. Im Bereich der Wertpapiere haben wir für die Anlagevermittlung eine KWG-Lizenz unter



Aufsicht der BaFin, und zwar als Finanzdienstleistungsinstitut der Gruppe IIIb. Dafür habe ich relativ hohe Anlaufkosten, um das Ganze erstmal aufzusetzen, um das Erlaubnisverfahren zu durchzulassen und um die gesamten Compliance-Anforderungen in Gang zu bringen. Dann habe ich laufende Kosten für Reporting, Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer, für eine Versicherung, für die Anlegerentschädigungseinrichtung, für die interne Revision, die dargestellt werden muss. Wir haben eine Reform des Geldwäschegesetzes (GwG) letztes Jahr gehabt. Wir hatten dieses Jahr die Datenschutzgrundverordnung und die MiFID II. Das sind alles Themen, die sich auf ein Institut in diesem Erlaubnisstatus sozusagen auswirken. Dort bin ich relativ schnell bei Kosten im mittleren sechsstelligen Bereich, wenn ich eine solche Erlaubnis erwerben und dann auch für eine Weile aufrechterhalten will.

Deswegen sehen wir, dass bei den Crowdfunding-Plattformen hier in Deutschland dieser Lizenzstatus bisher nur im absoluten Ausnahmefall angestrebt wird. Umgekehrt sehen wir es in anderen EU-Ländern aber als Regelfall, weil dort die MiFID in einer schlankeren Art und Weise implementiert worden ist. Das halten wir unter dem Aspekt des „level playing field“ für problematisch, da wir natürlich die Wettbewerber in anderen EU-Staaten sehen, die aufgrund dieser Tatsache deutlich schneller wachsen können und dort im Wertpapierbereich auch vermitteln. An dieser Stelle sollte der Gesetzgeber noch einmal tätig werden, wenn man möchte, dass sich die Plattformen auch in diesem besser, höher regulierten Bereich entwickeln.

Wir sind in unserer Stellungnahme 2016 darauf eingegangen, wie man eine Mini-Vermittlerlizenz in dem Bereich schaffen könnte und welche Aspekte bei den Aktivitäten, die solche Plattformen typischerweise erbringen, eine Rolle spielen.

Ich möchte vielleicht kurz in diesem Zusammenhang noch auf die Anlagevermittlung eingehen. Denn es wurde jetzt hier vorgeschlagen, Anlageberatung verpflichtend zu machen, um diese Prospektbefreiung nutzen zu können. Das halte ich für schwierig und auch in diesem Bereich nicht für praxisfest. Die Anlageberatung ist der deutlich aufwändigere Prozess gegenüber der Vermittlung und findet als digitaler Prozess bisher in der Praxis bei den Plattformen eigentlich überhaupt nicht statt.

Auch im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen erfolgt der Vertrieb von Emissionen nicht durch den Anlageberater, sondern im Wege der Anlagevermittlung. Vielen Dank.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE..Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Danke, Frau Vorsitzende. Meine Frage geht an Herrn Mattil. Was jetzt noch nicht angesprochen worden ist, ist die Sprachenregelung in der EU-Verordnung. Das hat mich doch relativ irritiert. Deswegen habe ich auch an Sie die Nachfrage, wie Sie diese Sprachenregelung in der jetzt umzusetzenden Verordnung bewerten und welche Konsequenzen das möglicherweise für die Rechtsverfolgung hätte. Ich kann mir vorstellen, dass die Konsequenzen nicht ganz unerheblich sein werden, wenn das so kommen sollte.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Vielen Dank für die Frage. Also es ist nach der EU-Verordnung wie schon vorher in der Richtlinie so, dass es für den Emittenten – ich zitiere – „abträglich“ ist, wenn er den ganzen Prospekt in die Sprache des Ziellandes, wo er seine Wertpapiere verkauft, übersetzen muss. Er muss nur die Zusammenfassung übersetzen. Das halte ich für absolut inakzeptabel. Sie müssen sich einen solchen Prospekt mal anschauen, der sieben Seiten deutsche Zusammenfassung hat und dann kommen 200 Seiten auf Englisch oder auch auf Französisch. Ich habe in meiner Stellungnahme ein Beispiel eines solchen Prospektes beigelegt, der quer durcheinander Englisch und Französisch ist. Es ist überhaupt nicht Englisch, sondern eine internationale Finanzsprache, die dort erlaubt ist.

Wenn jetzt ein Verlust eintritt, muss der Anleger diesen Prospekt komplett auf seine Kosten übersetzen lassen. Es geht nicht anders. Wenn Sie Schadenersatzansprüche in einem Zivilprozess geltend machen wollen, dann müssen Sie dem Richter darlegen, was an dem Prospekt falsch ist. Dazu müssen Sie ihn komplett übersetzen lassen. Das schätze ich, bekommen Sie für 30 000 bis 50 000 Euro vielleicht von irgendjemand übersetzt.



Die Verordnung ist auch insofern völlig widersprüchlich, weil sie selber sagt, dass der Anleger sich bei seiner Entscheidung auf dem Prospekt als Ganzes stützen sollte. Das kann er aber nicht, weil er eben nur eine Zusammenfassung hat. Es heißt dort auch weiter, dass niemand aufgrund der falschen Zusammenfassung haften soll, was aber auch seltsam ist, weil der Anleger niemals den ganzen Prospekt zu lesen bekommt. Das ist eine Regelung in der Verordnung, die es seit Jahren gibt und auch in der Richtlinie, und die ich aber nie verstanden habe. Diese Regelung erstickt natürlich jeden Rechtstreit im Keim erstickt. Ein Anleger, der einen Totalverlust mit einem Zertifikat gemacht hat, kann mit einem solchen Prospekt überhaupt nichts anfangen. Das ist der Binnenmarkt, der zu Lasten des Verbraucherschutzes geht.

Deswegen meine ich, müsste Sie hier bei der Umsetzung – ich denke mal, dass Sie diese Freiheit haben –, verlangen, dass der Prospekt in die Sprache des Ziellandes übersetzt werden muss, zumindest auf Anforderung des Anlegers. Wenn der Anleger einen Schaden erlitten hat und etwas dagegen unternehmen will, dann muss der Emittent diesen Prospekt übersetzen lassen, und nicht der Anleger. Das ist absolut nicht machbar, insbesondere finanziell nicht. Hilfsweise müsste der Hinweis enthalten sein, dass der Anleger im Verlustfalle den Prospekt auf seine Kosten übersetzen muss und eine Rechtsverfolgung absolut nicht machbar ist. Das müsste zumindest deutlich drin stehen. Suchen Sie sich mal einen Anwalt in Luxemburg, der Ihre Ansprüche dort einklagt. Das fängt bei der Sprache an und das hört bei den Kosten auf. Das ist eine Entscheidung aus Brüssel, die ich nie verstanden habe. Insofern sollte die Übersetzung zumindest auf Verlangen des Anlegers gefordert werden. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Zdebel, haben Sie vielleicht noch eine Nachfrage?

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Ja, ich habe noch eine Nachfrage an den DSW. Wie bewerten Sie diese Sprachregelung?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Obwohl wir die

Deutsche Schutzvereinigung sind, sind wir sehr liberal und auch international unterwegs. Aber ich möchte Herrn Mattil ein bisschen zur Seite springen. Man darf auch nicht vergessen, welche Funktion der Prospekt hat. Er wird zwar nicht von jedem Anleger gelesen, aber der Markt liest den Prospekt, die Journalisten und Analysten. Es gibt auch eine Marktstimmung. Ich glaube, wenn wir jetzt nur noch das englische und französische Dokument hätten, wäre auch diese Marktstimmung wahrscheinlich zerstört. Deswegen haben wir da auch große Bauchschmerzen. Aber wir wollen uns natürlich auch offen für die nichtinländischen Emittenten zeigen. Deshalb finden wir es auch schwierig.

Ich komme zur Beweislastumkehr zurück. Damit hätten wir das Thema auch gelöst. Vielleicht nicht unbedingt, aber zumindest im zweiten Schritt ist es dann einfacher für die Anleger, die Ansprüche geltend zu machen, weil am Ende doch das Dokument, nämlich der Prospekt, bei einer Haftungsfrage im Zentrum steht. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der CDU/CSU-Fraktion, Herr Brehm, bitte.

Abg. **Sebastian Brehm** (CDU/CSU): Ich habe zwei Fragen an den DIHK. Wie bewerten Sie den derzeitigen Kapitalmarktzugang für Unternehmen in Deutschland und welchen Einfluss haben regulatorische Maßnahmen zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs? Die zweite Frage ist: Kann Ihrer Einschätzung nach die Nutzung des Spielraumes in der EU-Prospektverordnung den Zugang zur kapitalmarktbasierter Finanzierung für kleinere und mittlere Unternehmen erleichtern? Wie ist Ihre Meinung zu einer zweiten Stufe, zum Einbezug der GmbH, damit auch hier ein kapitalmarktbasierter Zugang erleichtert werden kann?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Deutschen Industrie- und Handelskammertag, Herr Dr. Fahrholz, bitte.

Sv **Dr. Christian Fahrholz** (Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V. (DIHK)): Sehr geehrte Vorsitzende, sehr geehrte Damen und Herren, herzlichen Dank für die Einladung erstmal zu dieser Anhörung und vielen Dank für die Fragen. Wenn wir uns in unseren Umfragen die Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung für KMU anschauen, dann läuft sie sozusagen unter ferner liefen. Für KMU ist nach wie vor der Weg über die Hausbank



und damit über die bankbasierte Unternehmensfinanzierung vorrangig. Nichtsdestotrotz sprechen sich unsere Mitglieder aufgrund der gestiegenen regulatorischen Anforderungen, die insbesondere die bankbasierte Unternehmensfinanzierung betreffen, natürlich für eine Stärkung der Kapitalmarktförderung auch in der Mittelstandsfinanzierung, also für KMU aus.

Von daher stehen wir diesem Gesetzesentwurf, den wir hier heute in der Anhörung besprechen, sehr aufgeschlossen gegenüber und sehen das als einen richtigen Schritt in die richtige Richtung. Wir wünschen uns, dass der Gesetzgeber an dieser Stelle nicht Halt macht. Wir erhoffen uns, dass mit der Stärkung der Unternehmensfinanzierung, und in diesem Fall die kapitalmarktbasierte Unternehmensfinanzierung, ein erster Schritt getan wird, um auch ein bisschen für mehr Erleichterung bei den regulatorischen Anforderungen bei der bankbasierten Unternehmensfinanzierung zu sorgen. Wir denken nicht, dass dieses Projekt Kapitalmarktunion je ein kompletter Ersatz der bankbasierten Unternehmensfinanzierung in Deutschland sein kann. Sicherlich ist es ein Komplement. Von daher sprechen wir uns dafür aus, dass der Gesetzgeber nicht bei der Stärkung der fremdkapitalbasierten Finanzierung über den Kapitalmarkt stehenbleibt, sondern einen Schritt weiter geht.

Um auf Ihre zweite Frage einzugehen: Die Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung im GmbH-Bereich und die Vorschläge vom Verband, der neben uns sitzt, interessieren uns auch sehr, und wir sehen es auch als einen Weg in die richtige Richtung an.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Brehm.

Abg. **Sebastian Brehm** (CDU/CSU): In dem Zusammenhang noch eine Nachfrage: Wenn man jetzt die GmbH miteinbezieht, dann wären die Einzelanlageschwellen wohl eher kontraproduktiv für eine Mittelstandsfinanzierung für kleinere und mittlere Unternehmen. Vielleicht können Sie dazu noch einmal Stellung beziehen. Vielen Dank.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den DIHK, Herr Dr. Fahrholz, bitte.

Sv **Dr. Christian Fahrholz** (Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V. (DIHK)): Da halten wir es ähnlich wie die Deutsche Kreditwirtschaft. Die Einzelanlageschwellen sind sozusagen ein Risikoabschlag, den man für den Anleger vornimmt,

um ihn zu schützen. Wenn Sie heute im Vertrieb mit MiFID II und ähnlichem arbeiten müssen, dann haben Sie bereits die Anforderungen, die für den Anleger das sichern sollen, wofür bisher die Einzelanlageschwellen gesorgt haben. Von daher sind wir vor dem Hintergrund der existierenden Gesetzgebung durch MiFID II der Idee gegenüber aufgeschlossen, die Einzelanlageschwellen zu erhöhen oder vielleicht langfristig abzulösen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, Herr Dr. Bayaz, bitte.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (BÜ90/GR): Ich habe zwei Fragen, die ich auch direkt stelle. Vielleicht können die beiden angesprochenen Herren sich das dann etwas aufteilen. Die erste Frage geht an Herrn Loipfinger. Es steht die Idee eines Tragfähigkeitsgutachtens im Raum, auch mit Blick auf den Fall der P&R. Ist das ein Instrument, das dort Abhilfe gewährleisten kann, und wie sollte ein solches System ausgestaltet sein?

Die zweite Frage geht an die Kollegen von der BaFin mit Blick auf das dreiseitige Informationsblatt. Inwiefern sehen Sie da Bedarf oder auch die Möglichkeit, auf Aspekte der sozialen, ökologischen Nachhaltigkeit einzugehen? Könnte man sich beispielsweise am PRIIPs-Dokument orientieren?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für investmentcheck.de, Herr Loipfinger, bitte.

Sv **Stefan Loipfinger** (investmentcheck.de): Vielen Dank für die Frage, Herr Dr. Bayaz. Tragfähigkeitsgutachten können Schneeballsysteme natürlich verhindern, wenn sie nicht vom Anbieter in Auftrag gegeben werden. Ein Gutachten, das vom Anbieter in Auftrag gegeben wird, wird nichts bringen. Es gibt auch im Fall P&R Gutachten und Plausibilitätsprüfungen von irgendwelchen Analysehäusern, die auch bei der BaFin als Analysehaus registriert sind und die bestätigen, wie gut bei P&R alles funktioniert habe. Am Ende wissen wir, was passiert ist. Wenn ein Tragfähigkeitsgutachten etwas bringen soll, muss es von einer unabhängigen Stelle in Auftrag gegeben werden. Eine Möglichkeit wäre, dass die BaFin sowas in Auftrag gibt. Eine andere Möglichkeit wäre, die vielleicht noch einen Schritt weiter gehen würde, wenn man die Produktinformationsstelle Altersvorsorge (PIA), wie sie bei Riester- und Rürup-Produkten installiert wurde, als Vorbild





nehmen würde und auf das Vermögensanlagegesetz, auf Wertpapiere und andere Produkte übertragen würde. Dann könnte man damit eine höhere Qualität der Informationsblätter erreichen. Daher würde ich sehr dafür plädieren, dann gleich noch einen Schritt weiter zu gehen und eine gemeinnützige Organisation wie die PIA zu installieren, die Vorgaben macht, wie die Kosten zu berechnen und zu beschreiben sind, damit auch die Wirkung der Kosten mal verstanden wird. Denn ein ganz großes Problem bei Kapitalanlagen ist heute, dass zwar seitenweise die Kosten aufgelistet werden, aber keiner versteht, wie die Wirkung dieser Kosten am Ende für den Anleger ausfällt. Oder dass die Risiken einheitlich, vergleichbar miteinander dargestellt werden. Das könnte eine solche Instanz leisten und sie könnte dann in dem Zusammenhang auch gleich die Tragfähigkeit mitüberprüfen. Das wäre meines Erachtens der bessere, noch weitergehende Schritt, der dann auch noch mehr bringen und solche Systeme verhindern würde.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Lassen Sie mich direkt auf die Nachhaltigkeitsfrage antworten, Stichwort „Sustainable Finance“. Ich kann mir schon vorstellen, dass Nachhaltigkeitsaspekte auch in ein Wertpapier-Informationsblatt zum Tragen kommen. In § 3a Absatz 3 Nr. 4 Wertpapierprospektgesetz in der Fassung des Gesetzentwurfs heißt es, dass die mit dem Wertpapier, dem Emittenten und einem etwaigen Garantiegeber verbundenen Risiken genannt werden müssen. An dieser Stelle kann ich mir das vielleicht in kurzer Form vorstellen. Erlauben Sie, dass ich noch etwas zum Nachhaltigkeitsgutachten sage?

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (BÜ90/GR): Ich erlaube es Ihnen.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Danke. Ich stelle mir die Umsetzung eines solchen Nachhaltigkeitsgutachten sehr schwer vor, weil der zeitliche Rahmen, den wir in diesen Prospektverfahren haben, die sehr schnell gehen müssen, einfach zu kurz ist, um dies wirklich umsetzen zu können. Ich halte es auch technisch für ausgesprochen schwierig, dies überhaupt darstellbar zu machen.

Es ist auch schwierig, überhaupt Menschen zu finden, die ein solches Gutachten abgeben wollen, da sie am Ende auch den Kopf dafür hinhalten müssen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Als nächstes kommt die Fraktion der SPD, Frau Ryglewski, bitte.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich möchte die Anregung von Prof. Dr. Klöhn noch mal aufgreifen und gerne an die BaFin die Frage hinsichtlich der Möglichkeit, durch eine Stückelung die 8-Millionen-Euro-Grenze zu überschreiten, richten. Wie garantieren Sie, dass das nicht passiert, und halten Sie das überhaupt für ein realistisches Szenario, dass man das so gestaltet, dass man dann auch über die acht Millionen-Grenze kommt?

Meine zweite Frage würde ich auch noch mal an die BaFin bezüglich der Einzelanlagenschwellen und die damit verbundene Vermögensprüfung richten. Wir haben jetzt das Argument gehört, dass gut regulierte Institute mit zusätzlichen Anforderungen belastet werden und dass es keinen weiteren Nutzen gibt. Dazu würde ich gerne von Ihnen mal die Einschätzung hören, wie Sie das beurteilen. Teilen Sie diese Befürchtung und sehen Sie es als sinnvoll an?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Zur ersten Frage bezüglich der Stückelung. Was wir in unserem Prüfprozess beim Wertpapier-Informationsblatt machen werden, ist, dass wir schauen, dass die Schwelle unterhalb der acht Millionen Euro bleibt. Das heißt, wir prüfen auch, ob ähnliche Produkte oder sehr nahe Produkte auch schon emittiert werden, und man damit in der Summe über die acht Millionen Euro käme. Wenn dies der Fall wäre, würden wir entsprechend die Gestattung der Veröffentlichung eines Wertpapier-Informationsblattes versagen. Wir müssen hier, wenn die Regelungen so umgesetzt werden, natürlich auch eine Verwaltungspraxis entwickeln. Das ist auch schwierig. Was machen Sie, wenn Sie eine Anleihe mit einem Jahr Laufzeit, eine mit zwei Jahren Laufzeit haben? Sind diese vergleichbar? Das heißt, wir müssen auch gucken, wie wir damit umgehen. Wo habe ich wirklich verschiedene Produkte? Wo sind diese aber so nah miteinander vergleichbar, dass ich sa-



gen muss, das ist eine Fortsetzung? Einem Missbrauch der Befreiungsgrenze gehen wir aber ernsthaft nach.

Die zweite Frage, die Sie stellten, bezog sich auf die 1 000- und 10 000-Euro-Grenzen. Herr Loipfinger hatte schon vorhin ausführt, dass wir viele Bereiche hier aus dem Vermögensanlagenbereich übernommen haben. Auch dort finden Sie diese Grenzen für die Anlagesummen. Wir haben den Eindruck, dass sich diese Grenzen tatsächlich im Sinne eines Verbraucherschutzes bewährt haben. Natürlich ist es letztlich ein Aufwand für die Anlageberater und -vermittler, die als Intermediäre bei Summen zwischen eins und kleiner acht Millionen dazwischen stehen, dem Anleger die Erklärung abzufordern, dass, wenn er über 1.000 Euro anlegt, der Betrag weniger oder gleich 10 000 Euro und nicht mehr als dem Zweifachen seines Nettoeinkommens entspricht. Das ist ein Prüfkriterium. Ich glaube aber, dass das im Sinne des Verbraucherschutzes eine zumutbare Last ist, die man aufbürden kann.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Haben Sie noch eine Frage, Frau Ryglewski?

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich hätte noch mal eine Frage an die BaFin und gleichzeitig aber auch noch mal an Herrn Tüngler vom DSW. Wie würden Sie denn eine Regelung beurteilen, die ähnlich, wie es im Vermögensanlagegesetz steht, eine Verflechtung zwischen Emittent und Berater bzw. Vermittler ausschließt? Würden Sie eine solche Regelung befürworten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Eufinger? Sehe ich das richtig? Herr Eufinger.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Es ist letztendlich eine politische Entscheidung, ob ich dann zum Beispiel eine freie Beratung habe, die vom Vermittlungsgeschäft unabhängig ist. Ich kann dazu ehrlich keine Meinung im Moment abgeben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Ich habe eine ganz klare Meinung. Interessenskonflikte können gelöst werden. Aber es ist besser, wenn wir sie erst gar

nicht haben. Deswegen sollten wir es trennen und nicht alles miteinander vermischen. Wir finden es eigentlich besser, wenn man es trennt. Wir haben hierzu viele Fälle gesehen, auch beim Eigenvertrieb. Prokon ist ein Stichwort zum Beispiel. Deswegen finden wir es gut, wenn es eine klare Trennung gibt oder zumindest ausdrücklich transparent gesagt werden muss, welche Verknüpfungen es gibt. Man darf nicht vergessen, dass Sie der Industrie mit dieser 8-Millionen-Euro-Grenze sehr entgegenkommen. Dann kann man aber auf der anderen Seite auch verlangen, dass bis acht Millionen Euro ein bisschen restriktiver herangegangen wird und man das trennt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der CDU/CSU-Fraktion, Herr Müller, bitte.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Die Frage geht an die Deutsche Börse. Wir wollen von der Option Gebrauch machen und bei der EU-Prospektverordnung alles, was unter acht Millionen Euro ist, von der Prospektpflicht zu befreien. Wie schätzen Sie die Ausgestaltung dieser Option für den Kapitalmarktzugang ein? Gleichzeitig ist das Ziel, das Wertpapier-Informationsblatt einzuführen bzw. damit einhergehend zu veröffentlichen. Wie bewerten Sie die Einführung des Wertpapier-Informationsblattes mit Blick auf das Ziel einer Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für die Unternehmen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Börse, Frau Bandov, bitte.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Herzlichen Dank für die Frage. Grundsätzlich begrüßen wir die Bestrebung, die Schwellenwerte vollständig auszuschöpfen, wie es der europäische Gesetzgeber vorgesehen hat. Dies aus folgenden Erwägungen: Aus unserer Sicht sind die Eigenkapitalfinanzierungen über den Kapitalmarkt im Vergleich zur internationalen Aufstellung doch sehr rückständig. Wir haben hier eine Quote, die weit unter dem ist, was international sonst üblich ist. Gerade im Bereich der KMU-Finanzierung haben wir hier tatsächlich Rahmenbedingungen, die aus unserer Sicht verbesserungswürdig sind. Wir sehen natürlich auch diesen Spagat zwischen auf der einen Seite den Informationen, die natürlich die Investoren benötigen, um ihre Investitionsentscheidung treffen zu können, und auf der anderen Seite dem



Bedürfnis von Unternehmen, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Das heißt, die Kosten für diese Finanzierungsmöglichkeit auch entsprechend gering zu halten. Wir sehen auch jetzt schon, dass die Befreiungstatbestände bzw. Schwellenwerte, die wir jetzt schon haben, dass diese sehr rege genutzt werden. Gerade in Situationen, wo man eine schnelle Kapitalaufnahme hat, etwa im Bereich der Sekundärplatzierungen, halten wir es für extrem wichtig, dass wir hier die Möglichkeiten haben, zeitnahe auf den Markt zu reagieren und nicht dafür erst einmal einen Prospekt erstellen zu müssen, der sehr aufwändig ist und der je nach Volumen auch die Kosten, die damit einhergehen, nicht rechtfertigen würde.

Was das Wertpapier-Informationsblatt angeht, sind wir grundsätzlich der Ansicht, dass Informationen wichtig sind. Nur über Informationen funktionieren transparente Kapitalmärkte. Allerdings sind wir auch der Ansicht, dass wir hier ein Bündel an Informationsblättern haben. Daher wollen wir hier die Frage in den Raum stellen, ob es wirklich nötig ist, dass wir noch ein weiteres bekommen. Gerade in Bezug auf Sekundäremissionen würden wir grundsätzlich davon Abstand nehmen wollen, weil wir meinen, dass es aufgrund der Folgepflichten, die die Unternehmen treffen, wenn sie am Kapitalmarkt sind, entbehrlich ist, dass man hier zusätzlich noch mal solch ein Informationsblatt zur Verfügung stellt, um den Anleger umfassend zu informieren. Dankeschön.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Müller, möchten Sie noch eine Frage stellen?

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Könnten Sie zum Thema GmbH-Anteile noch sagen, wie die Deutsche Börse dazu steht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Börse, noch mal Frau Bandov.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Da muss ich gestehen, dass das jetzt nicht mein Spezialgebiet ist. Es ist aber grundsätzlich so, dass wir im Zusammenhang mit Wachstumsfinanzierung selber verschiedene Initiativen bei der Deutschen Börse haben. Wir sehen auch, dass jungen Unternehmen der Zugang zum Kapital in Deutschland erschwert wird und es grundsätzlich sehr hilfreich ist, wenn man weitere Quellen erschließt, damit die Unternehmen sich mit Kapital finanzieren können, auch

in diesem Land mit ihren Geschäftsmodellen bleiben, wachsen können und einen Beitrag zur Realwirtschaft leisten.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Ich muss noch mal beim Wertpapier-Informationsblatt nachhaken. Wenn Sie einen Wunsch frei hätten, was würden Sie sich wünschen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Frau Bandov, bitte noch mal für die Deutsche Börse.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Ich würde mir wünschen, dass wir das Informationsblatt auf jeden Fall für Sekundäremissionen weglassen, das heißt für Emittenten, die bereits kapitalmarktnotiert sind. Es ist aus meiner Sicht vollkommen entbehrlich, dass man zusätzlich noch mal diese Informationen zur Verfügung stellt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der AfD, Herr Gottschalk, bitte.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Ich würde gerne noch mal an die Kollegen der Deutschen Schutzvereinigung und den Kollegen Mattil eine Frage stellen. Ich habe heute erstaunliches mitgenommen, dass je mehr man eigentlich in einem Prospekt schreibt, und wenn man dann noch mehrere Sprachen hat und dort einfügt, dann könnte man fast von einer Exkulpation desjenigen sprechen, der dieses Prospekt herausgegeben hat. Sie haben von einer gewissen Unmöglichkeit gesprochen, seine Schadensersatzansprüche in diesem Fall geltend zu machen.

Wäre es also aus Ihrer Sicht nicht viel vernünftiger, diesen Prospekt auf eine Mindestgröße festzuschreiben, damit dann wirklich das Substrat und die wichtigsten Angaben den Anleger oder den Investor erreichen? Müsste man ferner bei diesem Punkt nicht, wie vom Kollegen hier eben auch angesprochen, diese Beweislastumkehr einfügen? Wir haben das mit dem Vertrieb von Kapitalmarktprodukten verglichen, dass man vielleicht sogar Analogien in der Haftung schafft. Denn letztlich bleibt es beim Grundsatz: Das Geld ist nicht weg, es hat nur jemand anderes. Wir strengen uns doch eigentlich an, dass wir diejenigen, die jetzt unberechtigt um ihr Geld gebracht werden, wieder dahin bringen, wo dieses Geld gerade vermutlich liegt.

Da würde ich Sie beide gerne mal dazu hören, ob man das nicht eigentlich als Substrat mitnehmen muss, also erstens Beweislastumkehr, zweitens Kürzen, drittens Fremdsprachen verbieten. Warum



fügt man als vierten Punkt nicht bestimmte Angaben zu Personen, Prüfern, Wirtschaftsprüfern verpflichtend in dieses dreiseitige Informationsblatt ein? Diese Angaben kosten ja nicht extrem viel Geld. Das kostet nicht die Welt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Gut. Gefragt ist von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Vielen Dank. Das waren jetzt viele Fragen. Ich hoffe, ich schaffe das alles jetzt noch hier.

Kürzer? Da haben wir die Frage, wann es zu kurz ist. Ich glaube, diese Frage diskutieren wir, seitdem es den Kapitalmarkt und seitdem es Prospekte gibt. Wir haben auch eine Arbeitsgruppe bei der Börse gehabt, als der neue Markt zusammengebrochen ist. Das ist unglaublich schwierig. Deswegen ist der Anspruch, dass möglichst alles hereinkommt, aber so, dass man es auch noch lesen kann, der richtige Weg. Ich glaube aber, kürzer wäre schwierig, weil der Prospekt am Ende das zentrale Dokument ist, an dem gemessen wird, ob irgendwas falsch gelaufen ist. Deswegen finden wir eine Kürzung des Prospekts schwierig.

Sprache? Wir sehen eine Tendenz, dass es gut wäre, wenn wir das in der Sprache halten, in der auch die Anleger sich bewegen und in der auch der Vertrieb stattfindet. Das wäre sehr wünschenswert, weil man sich am Ende des Tages auch in Richtung Schadensersatzansprüche munitionieren muss.

Das Aufbohren des WIB? Ich hatte in meinem ersten Statement gesagt, dass wir so eine kleine Wunschliste haben, bei der vier Aspekte von mir genannt worden sind. Auch da ist die Frage, was zu viel bedeutet. Wir haben sieben Seiten gerade auch gehört, was aus der EU kommt. Ich glaube, dass bei den Angaben zu den Personen auch die Frage wichtig ist, ob jemand einschlägig vorbestraft ist. Das haben wir auch damals bei dem Prospekt lange mit der Börse diskutiert und das finden wir auch sehr entscheidend. Wir finden es sehr gut, dass man das noch ein bisschen aufbohrt. Auch da ist aber wieder die ganz schwierige Frage oder Antwort, die ich Ihnen nicht geben kann, wo wirklich die Grenze ist. Wenn jemand strafrechtlich einschlägig vorbestraft ist, dann sollte das in das WIB aufgenommen werden. Meiner Meinung nach sollte

er dann gar nicht mehr an den Markt, aber das ist eine andere Frage.

Jetzt haben Sie noch was gefragt, das Letzte habe ich vergessen. Was war das Letzte?

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Beweislastumkehr.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Seitdem es die DSW gibt, sagen wir, dass wir gerne die Beweislastumkehr haben möchten, weil es die Waffenungleichheit zwischen Emittent, Anbieter, Garantiegeber und Anleger löst, und zwar nicht zu Lasten des Anlegers, sondern zu Gunsten des Anlegers. Das ist uns wichtig. Vielen Dank.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dankeschön. Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Vielen Dank. Habe ich jetzt 30 Sekunden? Vielleicht ganz kurz noch mal zur Sprache, das ist sehr wichtig. Natürlich soll ein EU-weit vertriebenes Wertpapier zum Beispiel in Englisch verfasst werden dürfen oder auch in Französisch. Englisch steht nicht in der Verordnung drin. Wenn das Produkt hier vertrieben wird und der Anleger vor einem Scherbenhaufen steht, muss er doch zumindest verlangen können, dass der Emittent jetzt die deutsche Übersetzung hinterher liefert. Sie müssen in einem Zivilprozess dem Richter erklären, was in diesem Prospekt steht. Sie können nicht mit der Zusammenfassung ankommen, das geht nicht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD, Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Danke, Frau Vorsitzende. Ich will die Zeit nutzen, um auf das Kreditwesengesetz und die Bail-in-Frage an die BaFin zu kommen. Im ECOFIN-Rat gab es vor ca. drei Wochen eine Einigung in Bezug auf die Bail-in-Schwelle, nämlich diese acht Prozent. Wenn wir jetzt mal annehmen, dass die Regelung auch am Ende eines Trilogverfahrens Bestand hat. Welche Auswirkungen hat das auf die jetzt angestrebten Änderungen des Kreditwesengesetzes, also in welchem Verhältnis steht das zueinander? Was bedeutet das für den Schutz des Steuerzahlers? Wie findet die BaFin eigentlich diese Einigung im ECOFIN? Vielen Dank.





Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Dr. Heemann, bitte.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Vielen Dank für die Frage. Der Zusammenhang zwischen der Änderung, die wir heute zum Gegenstand dieser Anhörung haben, und der Einigung im ECOFIN ist tatsächlich vorhanden. Im ECOFIN-Rat hat man sich darauf geeinigt, dass Bankpapiere in einem gewissen Maß nachrangig sein müssen, und dieses Maß soll die magische acht-Prozent-Grenze sein. Das war auch eine zentrale deutsche Forderung. Wenn wir eine Abwicklung durchführen, ermöglicht das nämlich auch den Zugang zum Abwicklungsfonds. Das ist nicht ganz unumstritten, weil es eine in der Tat recht hohe Anforderung ist, die man mehr oder weniger im ECOFIN-Rat auch so anerkannt hat. Nun müssen wir auf nationaler Ebene die Möglichkeit schaffen, was wir vorliegend mit der Regelung im § 46f KWG tun, damit die Banken entsprechend der Insolvenzhierarchie die Papiere dort platzieren können, wo sie hingehören. Dazu ist die Regelung wichtig. Das gilt nicht nur für den Bereich der Eigenmittel, sondern auch für den Bereich, der aus Investor- und Bankensicht eine andere Risikoklasse darstellt, und deshalb auch anders bepreist werden kann, was letztlich zu Kosteneinsparungen im Verhältnis zu tiefer nachrangigen Papieren führen kann.

Wir begrüßen deshalb die Einigung im ECOFIN-Rat. Sie ist etwas kompliziert und wird nicht einfach umzusetzen sein. Aber es ist unsere Aufgabe, das umzusetzen. Ich bin fest davon überzeugt, dass wir das schaffen. Eine wesentliche Vorwegnahme dessen, was zukünftig unter dieser Neuregelung geschaffen werden kann, ist im neuen § 46f KfW schon enthalten. Gleichzeitig werden damit auch die Regelungen der bestehenden Richtlinie umgesetzt. Das passt alles hervorragend zusammen und ist deshalb eine sehr gute Sache.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Es gibt eine Nachfrage von Herrn Binding.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Ganz kurz, weil Sie sagen die acht Prozent ist eine hohe Anforderung. Es ist aber nicht Tier 1-Kapital gefordert?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Noch mal für die BaFin, Herr Dr. Heemann, ja.

Sv **Dr. Manfred Klemens Heemann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Es ist nicht Tier 1 gefordert, aber die acht Prozent beziehen sich auf die gesamte Bilanzsumme. Andere Kennzahlen beziehen sich auf risikogewichtete Aktiva (RWA). Das heißt, der Gestaltungsspielraum einer Bank, unter die acht Prozent zu kommen, ist dadurch geringer. Man kann jetzt sagen, dass das auch sinnvoll ist, weil wir die Risikogewichtung als Prinzip in der Bankenaufsicht haben. Aber die acht Prozent sind eine absolute Grenze, von der die Steuerungsmöglichkeiten der Banken bezüglich der RWA abweichen. Allerdings hat man sich nun mal auf europäischer Ebene darauf festgelegt, dass so umzusetzen. Die 8-Prozent-Grenze ist eine Konstante, die für die Frage des Zugangs zum Abwicklungsfonds und auch für die Belastung des Steuerzahlers eine wichtige Kennzahl ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Gibt es keine weiteren Nachfragen? Dann kommt die nächste Frage von der CDU/CSU, Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage richtet sich an die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, und zwar würde mich Ihre Einschätzung auch zu den Einzelanlageschwellen interessieren.

Die zweite Frage richtet sich dann an den BVI, Bundesverband Investment und Asset Management. Sie hatten in Ihrer Stellungnahme dargestellt, dass es nicht sachgerecht sei, dass geschlossene Fonds, deren Anteile in Wertpapieren verbrieft sind, weiterhin der EU-Prospektverordnung unterliegen. Das bitte ich noch einmal, näher auszuführen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, Herr Dr. Liebscher, bitte.

Sv **Dr. Marc Liebscher** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Vielen Dank für die Frage. Wir schätzen diese Einzelanlageschwellen als praktikabel und aufgrund der Anbindung an das Vermögensanlagengesetz auch als bewährt an. Wir erkennen aber nicht, dass es für die Beratungsunternehmen und Institute, die dann die Wertpapierberatung oder -vermittlung machen und das nachzuprüfen haben, nicht einfach ist. Aber wir denken, dass es vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes notwendig ist.



Ein Problem haben wir allerdings damit, dass derzeit vorgesehen ist, die Befreiung von der Prospektpflicht nach §3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG anzuwenden, wenn die Wertpapiere bei Veräußerung an nichtqualifizierte Anleger ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung vermittelt werden. Wir denken, dass hier die Anlagevermittlung herausgenommen werden sollte, um diesen Ausnahmetatbestand zu erfüllen. Hintergrund ist, dass die Anlagevermittlung gerade keine Richtigkeitsgewähr oder –vermutung mit sich bringt. Anders ist dies bei der Anlageberatung, so dass wir dringend fordern, die Anlagevermittlung hier herauszunehmen, und nur die Anlageberatung als ausreichend für die Befreiung von der Prospektpflicht stehen zu lassen.

Insgesamt denken wir, dass gerade im Vertrieb nicht alles optimal ist, und es dem Gesetzgeber daher gut angeraten wäre, diesen auch noch verstärkt in den Blick zu nehmen. Danke.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Jetzt war noch der Bundesverband Investment und Asset Management gefragt worden, Herr Schulz, bitte.

Sv **Kai Schulz** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank für die Frage, Herr Hauer. Sie sprechen hier ein Thema an, was so ein bisschen die Historie aufgreift. Wir haben seit Sommer 2013 mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie und der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches eine umfängliche Regulierung für geschlossene Fonds in Deutschland. Die Verwalter dieser geschlossenen Fonds sind heute umfassend reguliert und haben bestimmte Verhaltenspflichten, Organisationspflichten und Risikomanagementpflichten zu erfüllen. Die EU-Prospektverordnung kommt aber noch aus der Zeit vorher. Wir haben damit jetzt eine Doppelregulierung. Deshalb würden wir sagen, wenn wir den Blick auf die zukünftige europäische Regulierung richten und wenn wir die Bundesregierung beim Wort nehmen, Finanzmarktregulierung zu evaluieren und Bürokratieabbau vorzunehmen, dass man sich in Zukunft auch dafür einsetzt, dass eben diese regulierten Manager, die jetzt unter der AIFM-Richtlinie und dem Kapitalanlagegesetzbuch reguliert sind, von dieser Prospektverordnung ausgenommen werden. Vielen Dank.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Hauer.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich habe noch eine Nachfrage an die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Sie haben gerade geschildert, dass aus Ihrer Sicht diese Einzelanlageschwellen durchaus sinnvoll seien. Da würde mich jetzt der konkrete Fall mal interessieren. Was ist denn, wenn jemand vielleicht zehn Millionen Euro Vermögen hat? Halten Sie es dann wirklich für notwendig, dass derjenige eine Anlage für 11 000 Euro nicht durchführen darf?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, Herr Dr. Liebscher, bitte.

Sv **Dr. Marc Liebscher** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Also bei diesem konkreten Beispiel denken wir, dass jemand mit zehn Millionen Euro freiem Vermögen sich durchaus eine Anlage über 11 000 Euro ins Depot nehmen kann.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Also sind wir uns einig, dass die Einzelanlageschwellen dann nach oben schon etwas flexibler gestaltet werden sollten?

Sv **Dr. Marc Liebscher** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Ja.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Fraktion der FDP, Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich würde den Crowdfunding Verband noch mal fragen wollen, was er von den Einzelanlageschwellen hält und ob er da noch Veränderungsbedarf sieht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Riethmüller, bitte.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Vielen Dank für die Frage. Es wurde jetzt mehrmals die Position vertreten, dass die Einzelanlageschwellen eigentlich in dem Bereich der Wertpapiere nicht erforderlich sind. Wir würden jedenfalls eine Flexibilisierung im Sinne einer relativen Definition dieser Schwellen für sinnvoll halten. Bisher haben wir eine absolute Definition, nämlich maximal 10 000 Euro. Wir würden es für sinnvoll halten, eine relative Definition vorzusehen, und zwar ein Zehntel des frei verfügbaren Vermögens oder eben der zweifache Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des



Anlegers. Wir denken, dass es dafür sehr gute Argumente gibt. Naheliegend ist natürlich, wer viel Geld hat, hat auch eine höhere Risikotragfähigkeit. Es gibt aber weitere Argumente, nämlich einen Schutz vor Unterkapitalisierung dieser Projekte. Wir haben dann eine acht Millionen-Schwelle in dem Bereich, die in irgendeiner Form auch erfüllbar sein muss. Das ist bei einer Deckelung auf 10 000 Euro relativ schwierig.

Zum Zweiten denken wir, dass das eine Zweiklassengesellschaft im Investorenkreis zu vermeiden hilft. In der Praxis ist es so, dass dann eben trotzdem größere Einzelinvestments vorgenommen werden, aber an dieser Struktur vorbei in Privatplatzierungen (private placements), in Einzelverträgen. Das halten wir für eine schwierige Entwicklung an der Stelle. Wir sind der Meinung, es sollten alle nach gleichen Regeln investieren, wie das zum Beispiel auch in Aktiengesellschaften schon immer so ist. Das halten wir für den Bereich auch für sinnvoll.

Wir sehen uns insoweit auch in guter Gesellschaft, als der Bundesrat diese Relativierung der Schwellenwerte auch in seiner Stellungnahme im Rahmen der Evaluierung des Kleinanlegerschutzgesetzes empfohlen hat. Jetzt hat er auch wieder das Thema aufgegriffen und gefragt hat, ob diese Schwellenwerte überhaupt mit den EU-Vorgaben in Einklang sind. Ich habe mir das unter dem Aspekt auch noch mal angeschaut. Ich sehe es nicht als eindeutig an.

Um es kurz zusammenzufassen, wir würden uns diese Flexibilisierung wünschen, um auch eine Funktionsfähigkeit dieser 8-Millionen-Euro-Emissionen darstellen zu können. Das gilt insbesondere für den Wertpapierbereich, da wir dort ein stärker reguliertes Segment als im Vermögensanlagenbereich haben.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich habe noch mal eine Frage an Frau Bandov von der Deutschen Börse. Sie haben in Ihrer Stellungnahme noch Veränderungen bei den Mandatsbeschränkungen gefordert. Können Sie das noch mal erklären, um was es da eigentlich geht?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Börse, Frau Bandov, bitte.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Da muss ich aber nachfragen, was Sie mit Mandatsbeschränkungen meinen?

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Artikel 8: Änderung des Kreditwesengesetzes, EBA- und ESMA-Leitlinie.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Sorry, ich bin heute selber persönlich nur zu dem Thema Wertpapierprospekt da. Ich würde mich auf die Stellungnahme beschränken, und wenn da noch was nachzufordern wäre, können wir das gerne schriftlich tun.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Gut.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dann war es das, Herr Schäffler? Gut. Dann kommt die nächste Frage von der CDU/CSU-Fraktion von Herrn Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage richtet sich an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die BaFin. Ich würde mein Beispiel von gerade eben auch bei der BaFin mal abfragen wollen. Was halten Sie denn davon, wenn jemand mit zehn Millionen Euro dann auf diese 10 000 Euro beschränkt ist? Soll der nicht für 11 000 Euro ein Investment durchführen dürfen? Finden Sie, das ist aus Anlegerschutzgesichtspunkten dann notwendig?

Meine zweite Frage geht an die Deutsche Börse. Da würde mich zu dieser Ausnahmeregelung für die CRR-Institute interessieren, ob Sie dort auch eine Anhebung von fünf Millionen auf acht Millionen Euro für sinnvoll erachten.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Vielen Dank. Zu Ihrer Frage mit den 10 000 Euro: Diese Bestimmung mit 1 000 und 10 000 Euro bezieht sich auf nicht qualifizierte Anleger. Das heißt, wenn Sie jemanden haben, der sehr vermögend ist und unter Umständen auch eine entsprechende Bildung in dem Finanzbereich hat, dann ist auch durchaus denkbar, dass dieser professionell auf Antrag ist und damit in diese Qualifizierungsschwelle kommt. Das heißt, wir haben sehr wohl eine Lösung für Investoren, die sehr vermögend sind und über entsprechende Bildungsvoraussetzungen verfügen oder sich entsprechender Hilfspersonen bedienen, diese Begrenzung von 10 000 Euro zu überschreiten.



Von daher denke ich, dass im Sinne des Verbraucherschutzes die 1 000 bzw. 10 000 Euro eine angemessene Regelung sind.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Deutsche Börse, Frau Bandov, bitte.

Sve **Renata Bandov** (Deutsche Börse AG): Aus unserer Sicht gibt es keinen Grund, unterschiedliche Schwellen zu haben, das heißt auf der eine Seite eine acht Millionen-Grenze und auf der anderen Seite eine andere Schwelle für CRR-Institute und zugelassene Emittenten. Insbesondere zugelassene Emittenten sind aus unserer Sicht umfassend transparent, wenn sie am Kapitalmarkt sind. Deshalb ist aus unserer Sicht dort das Bedürfnis vorhanden, im höheren Umfang prospektfrei den Kapitalmarkt nutzen zu können.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich habe noch eine Nachfrage an die BaFin. Sind Sie nicht der Auffassung, dass jemand, der über Vermögen verfügt, durchaus selbst in der Lage ist zu entscheiden, ob er eine Anlage über 10 000 Euro hinausgehend abschließt, oder sich vielleicht sogar entsprechenden Rechtsrat oder wirtschaftlichen Rat zu erkaufen, wenn er selbst dazu nicht in der Lage ist?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die BaFin, Herr Eufinger, bitte.

Sv **Thomas Walter Eufinger** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Die Frage ist für mich schwer zu beantworten. Vielleicht ganz generell: Wenn man Restriktionen welcher Art auch immer als Gesetzgeber vornimmt, halte ich es für eine unglückliche Lösung zu sagen, ich habe eine Art von Zweiklassengesellschaft, nämlich die Vermögenden und die Anderen. Daher ist mein Petition, hier eine einheitliche Lösung zu finden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von Fraktion der SPD. Frau Ryglewski, bitte.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich habe noch zwei Fragen, eine davon geht wieder an die BaFin. Wir haben durch das Kleinanlegerschutzgesetz geregelt, dass Anleger in Fällen, in denen eine Befreiung von der Prospektpflicht vorliegt, ein besonderes Widerrufsrecht haben. Könnten Sie noch mal den Sinn dieses besonderen Widerrufsrechts darstellen, und ob es im vorliegenden Gesetzentwurf auch vorgesehen ist. Falls das nicht so wäre, was spräche dafür, es einzuführen?

Dann habe ich noch mal eine Nachfrage zu der Frage „Trennung von Emittenten und Vertrieb“. Die Frage geht an Prof. Dr. Klöhn von der Humboldt-Universität. Sie haben in Ihrer Stellungnahme beschrieben, dass Sie die Sorge haben, dass möglicherweise über Strohmänner, Drückerkolonnen etc. Wertpapiere wie beispielsweise Genussscheine vertrieben werden könnten. Welche Möglichkeit sehen Sie für den Gesetzgeber, das zu verhindern und dem entgegenzuwirken?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die erste Frage ging an die BaFin, Herr Welnandy.

Sv **Stefan Welnandy** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Zur Frage des Widerrufsrechts würden wir sagen, dass das im Bereich des Wertpapierprospektes so nicht bekannt ist. Wir denken, dass es auch aus systematischen Gründen hier beim WIB ein Fremdkörper wäre, wenn wir ein Widerrufsrecht im Wertpapierprospektgesetz einführen würden. Insofern würden wir das jetzt nicht als vergleichbar mit der Situation im Vermögensanlagengesetz ansehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Humboldt-Universität Berlin, Prof. Klöhn, bitte.

Sv **Prof. Dr. Lars Klöhn** (Humboldt-Universität zu Berlin): Vielen Dank. Ich habe in meiner Stellungnahme vorgeschlagen, dass der Gesetzgeber dieses Gesetzes genauso wie der des Kleinanlegerschutzgesetzes bzw. des PSD-II-Umsetzungsgesetzes die Ausnahme von der Prospektpflicht daran knüpfen sollte, dass der Emittent keinen maßgeblichen Einfluss auf den Intermediär hat, also auf den Anlageberater oder Anlagevermittler.

Der große Vorteil dieser Regelung wäre der folgende: Nehmen wir an, wir haben einen wirklich böartigen Anbieter von Finanzanlagen. Dieser Anbieter hat bisher im nicht verbrieften Bereich mit Prospekt nach Vermögensanlagengesetz bis zu acht Millionen Euro eingenommen. Dieser wird jetzt in den Wertpapierbereich gehen und Genussscheine oder andere verbrieft Vermögensanlagen imitieren, denn dafür braucht er, nur noch ein WIB zu erstellen. Er braucht einen Vermittler oder einen Anlageberater. Er wird einen Vermittler nehmen, und er wird sich einen suchen, den er beherrschen kann, damit dieser Vermittler nicht mehr eine große Kontrollfunktion ausübt. Der Vorteil meines Vorschlags wäre, dass, wenn die BaFin das erkennt





oder nur den Verdacht hat, sie sagen könnte, dass eine Ausnahme von der Prospektpflicht nicht eingreift, und deshalb ein Prospekt vorzulegen ist. Das war Punkt 1.

Punkt 2 ist, dass das Wertpapierprospektgesetz bereits jetzt vorsieht, wer prospektpflichtige Wertpapiere ohne Prospekt anbietet, einer Haftung ausgesetzt ist, bei der es noch nicht mal eine Beweislastumkehr bezüglich des Verschuldens gibt, sondern der Emittent kann sich gar nicht damit verteidigen, er hätte das nicht zu verschulden. Wenn man also in das Gesetz einfügt, was ich vorgeschlagen habe, würde das bedeuten, wer auch immer unter der neuen Ausnahme bis zu acht Millionen Euro an Wertpapieren emittiert, der wird höllisch darauf aufpassen, dass er das mit einem Vertriebler macht, bei dem die Gefahr einer Interessenverschränkung vollkommen fernliegend ist. Es würde ausreichen, dass ein Landgericht in Deutschland sagt, du hast den doch damals beherrscht. Das bedeutet, ihr wart damals prospektpflichtig. Ihr habt aber keinen Prospekt, also seid ihr in der Gefährdungshaftung.

Das OLG München hat sogar entschieden, dass sich dieser Anbieter dann nicht darauf berufen kann, er habe sich vorher bei der BaFin erkundigt und bei der BaFin eine mündliche Auskunft erhalten. Deswegen würde ich dringend empfehlen, diese Regelung aufzunehmen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Frau Ryglewski, haben Sie noch eine Nachfrage?

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Nein.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dann kommt die nächste Frage von der Fraktion DIE LINKE., Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Danke, Frau Vorsitzende. Meine letzte Frage geht noch mal an Herrn Mattil. Wir reden jetzt die ganze Zeit über die Wertpapierfragen, weil das jetzt in dem Umsetzungsgesetz geregelt werden soll. Aber wir haben natürlich auch Vermögensanlagen, auch Direktinvestments, und da stellt sich doch die Frage, wie es eigentlich mit diesem Bereich aussieht. Deswegen meine Frage, wie bewerten Sie die Prospektregulierung hinsichtlich Vermögensanlagen unter Anlegerschutzgesichtspunkten und welche Erfordernisse wären dort eigentlich auch zusätzlich erforderlich?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Vielen Dank für die Frage. Diese Anlageformen, Direktinvestments in Container und ähnliches, sind eine deutsche Eigenheit, die wir aus anderen Ländern nicht kennen. Das gibt es nirgends, dass sie einen Container als Kleinanleger direkt kaufen können. Das ist meines Wissens in anderen Staaten auch nicht erlaubt. Die Prospektverordnung, über die wir heute reden, befasst sich mit Wertpapieren. Direktinvestments sind keine Wertpapiere und auch keine Alternativen Investmentfonds (AIF), und deswegen sind die überhaupt nicht im Blick der EU-Kommission, weil man sie europaweit auch nicht kennt. Wir haben hier jetzt, wenn wir mal bei dem Beispiel P&R bleiben, ein milliardenschweres Investment mit einem Prospekt, das wirklich ein Märchenbuch ist, ein Lügenbuch mit Containern, die auf der Welt herumreisen und den Anlegern gehören. Davon stimmt, wie wir bisher wissen, kein Wort. Das wirft natürlich dann die Frage auf, ob man noch dickere und noch mehr Prospekte und noch mehr Informationen braucht, wenn sowieso 90 Prozent gelogen ist. Das ermüdet auch das Lesen eines Prospektes.

Insofern müsste man in solchen Fällen eher die Frage einer grundsätzlichen Überprüfung eines Anlagemodells stellen. Das heißt, da kommt jemand daher, das ist natürlich ein paar Jahrzehnte her, und sagt, ich verkaufe an Kleinanleger Container, die er selbst kaufen kann und das wirft ihm dann eine Rendite ab. Da muss man doch mal eine grundsätzliche Prüfung vornehmen. Das ist kein Wertpapier, das ist nicht mehr zeitgemäß, das ist nicht EU-konform, das sind Fantasiegebilde, wo man wirklich den Kopf schüttelt und nicht glauben kann, was sich hier zum Beispiel in diesem Bereich abgespielt hat. Gibt es so etwas wie eine grundsätzliche Erlaubnisfähigkeit? Wir hatten schon letztes Jahr das Thema Finanz-TÜV. Das ist das, was uns so vorschwebt. Da muss man mal grundsätzlich ein Anlagemodell prüfen, und nicht unbedingt jeden einzelnen Prospekt, den man auf den Wahrheitsgehalt nur noch ganz schwer überprüfen kann. Da stellen sich dann schon andere Fragen.

Dann vielleicht noch ganz schnell zur Tragfähigkeit des Gutachtens: Das hatte Herr Loipfinger schon gesagt, das ist schwierig, weil das in der Regel vom



Emittenten in Auftrag gegeben wird. Zweitens werden diese Gutachten in der Regel immer von Wirtschaftsprüfern gemacht, die ein Haftungsprivileg haben. Neulich hat gerade ein Insolvenzverwalter gesagt, er habe es aufgegeben, einen Wirtschaftsprüfer zu verklagen, selbst wenn die die haarsträubendsten Gefälligkeitsgutachten machen, weil die einfach nur bis eine Million Euro haften. Das steht so im Handelsgesetzbuch (HGB) und kein Mensch versteht warum. Ich hafte für eine Milliarde Euro, wenn ich einen Fehler mache und natürlich ein entsprechendes Mandat habe. Die Wirtschaftsprüfer haben ein Haftungsprivileg. Diese brauchen sie, überhaupt nicht zu verklagen, die schreiben ihnen jedes Gutachten, das sie haben wollen. Insofern bietet sich das für mich überhaupt nicht an. Danke.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Eigentlich habe ich keine Nachfrage mehr. Für mich wird immer deutlicher, dass wir noch einen zusätzlichen Regulierungsbedarf auch in anderen Bereichen haben.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Darf ich noch eine Sache anmerken, weil das gerade noch Thema war. Ich finde auch die Anlagenschwellen, diese klaren 1 000 und diese klaren 10 000 Euro, vollkommen richtig, weil es eine klare Regelung ist. Ich würde keine Flexibilität einführen, weil es auch Rechtsstreitigkeiten vermeidet. Das ist eine klare Regelung, da weiß man, was man darf und was man nicht darf.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die letzte Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, von Herrn Dr. Bayaz, bitte.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (B90/GR): Dankeschön. Ich habe noch mal eine Frage an die Crowdfunder in der Runde. Sie hatten Ihr Anliegen vorgetragen, was auch inhaltlich angekommen ist. Aber können Sie mir noch mal ein Gefühl dafür geben, um auch die Betroffenheit besser zu verstehen. Wir reden über verschiedene Schwellen, einhunderttausend Euro, zweieinhalb Millionen, fünf Millionen, acht Millionen. In welchem Bereich siedeln sich die meisten Crowdfunding-Projekte Ihrer Erfahrung nach an? Vielleicht können Sie das auch mal irgendwie mit Zahlen hinterlegen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Vielen Dank für die Nachfrage. Das ist ganz unterschiedlich, in welcher Größenordnung wir uns bewegen. Wenn wir über die Finanzierung von Jungunternehmen, und darum geht es heute in diesem Gesetz, dann sprechen wir eben über Unternehmen, die oftmals Risikokapital benötigen, die ein großes Wachstum anstreben und die auch einen hohen Kapitalbedarf haben. Das heißt, wir sprechen über Unternehmen, die oftmals mehrere Finanzierungsrunden durchführen müssen. Es ist bei einem Startup-Unternehmen ganz normal, dass es mehrere Finanzierungsrunden durchführt. Momentan ist es im Vermögensanlagengesetz so, dass die zweieinhalb Millionen Euro, die dort als Grenze für die Crowdfunding-Plattformen stehen, eine Grenze für alle Finanzierungsrunden für das gesamte Start-up ist, das heißt nicht nur für eine einzelne Finanzierungsrunde. Deswegen darf man nicht auf eine Finanzierungsrunde alleine abstellen. Man kann aber schon sehen, dass der Großteil der Finanzierungsrunden nicht im Multi-Millionenbereich ist. Das ist nicht der Fall. Aber es gibt diese Runden und es gibt eben oftmals die Situation, dass mehrere Finanzierungsrunden durchgeführt werden. Es kommt häufig vor, dass mehrere Finanzierungsrunden zusammengekommen schon die zweieinhalb Millionen-Euro-Grenze reißen. Es ist auch bei der Wagniskapitalfinanzierung von Unternehmen, die einen Anspruch haben, vielleicht auch ein internationales Geschäft aufzubauen, ganz normal, dass jede einzelne Finanzierungsrunde deutlich im Millionenbereich ist. Von daher ist diese acht Millionen-Euro-Grenze für ein junges Unternehmen, welches wirklich ein starkes Wachstum plant, unbedingt erforderlich. Das ist dann auch ein großer Fortschritt, wenn das so käme. Aber man muss es so ausgestalten, dass junge Unternehmen das zumindest teilweise auch in Anspruch nehmen können, was ohne die Einbeziehung der GmbH nicht der Fall ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Bayaz, bitte.

Abg. **Dr. Danyal Bayaz** (B90/GR): Vielen Dank. Stichwort Wachstum, Herr Mattil, noch eine Frage an Sie. Sie hatten vorhin den Wachstumsprospekt erwähnt. Vielleicht können Sie noch mal diese Idee eines „Prospekt Light“ vor dem Hintergrund der Vereinheitlichung von VIBs, WIBs und PRIIPs aufzeigen. Ist das vielleicht auch ein Zwischenweg,



der trotzdem sämtliche Informationen enthält, die man auch braucht, um einen klaren Anlegerschutz zu formulieren?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Rechtsanwalt Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen): Vielen Dank. Den Wachstumsprospekt, der nun hier in der Verordnung angesprochen ist, hatten wir hier auch schon ein paar Mal als Idee. Das hat sich aber irgendwie nie durchgesetzt. Das ist wohl ein Kompromiss zwischen kurzen Informationen und einem richtig dicken Prospekt.

Wenn man sich mal die bisherige Rechtslage anschaut, die Prospektverordnung und diese Richtlinie, die wir bisher hatten. Das sind schon eine Flut von Angaben, die da herein müssen. Das ist gigantisch viel, was in einem Prospekt stehen muss, natürlich auch in der richtigen Reihenfolge. Das sind teilweise Machwerke von 300 Seiten, die natürlich, wenn es stimmt, alle Informationen enthalten, die man braucht.

Zu einem Light-Prospekt soll es wohl noch eine ergänzende Durchführungsverordnung aus Brüssel geben, wie der ausgestaltet sein soll. Der wird dann nicht 300 Seiten haben, sondern wahrscheinlich 50 Seiten, und in den kann man auch viele Informationen hereinpacken und die kann man vielleicht noch lesen. Das ist auf jeden Fall eine Idee, die hier angesprochen ist, auch für Emissionen von über acht Millionen Euro. Der Wachstumsprospekt soll wohl von acht bis 20 Millionen nach der Verordnung geplant sein. Das wäre bestimmt ein Kompromiss, über den man nachdenken sollte. Wenn man sich manche Prospekte anschaut, wie überfrachtet die sind, die auch irrelevant sind und, wie ich vorhin schon gesagt habe, auch ermüdend werden. Insofern denke ich, das wird sicher was sein, was noch kommen wird.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Ich hatte jetzt noch eine Wortmeldung von Herrn Hakverdi gesehen, aber wir haben ein sehr ausgeklügeltes System. Ich würde Ihnen vorschlagen, ob Sie vielleicht bilateral dann noch mal sprechen können. Sie können das dann auch noch in die Diskussion im Ausschuss einfließen lassen.

Ich bedanke mich an der Stelle sehr herzlich bei unseren Experten, die uns nicht nur mit ihren schriftlichen Stellungnahmen zur Verfügung standen, sondern auch heute uns Rede und Antwort in einer ganzen Breite an Themen gestanden haben. Wir werden Ihre Antworten mit in die Diskussion in den Ausschuss nehmen und danken Ihnen sehr herzlich für Ihr Kommen nach Berlin. Vielen Dank.

Schluss der Sitzung: 17.12 Uhr

Bettina Stark-Watzinger, MdB  
Vorsitzende

Deutsche  
Schutzvereinigung für  
Wertpapierbesitz e.V.

Postfach 35 01 63  
D-40443 Düsseldorf

## **Stellungnahme der DSW zum Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze**

Die DSW bedankt sich für die Möglichkeit zur Stellungnahme zum vorliegenden Gesetzesentwurf und nimmt gerne die Möglichkeit wahr, ausgewählte Bereiche des Gesetzesentwurfs zu kommentieren.



### **1. Betragsmäßige Ausnahmen von der Prospektpflicht, Art. 1 Nr. 3b**

Das europäische Prospektrecht gibt dem nationalen Gesetzgeber die Möglichkeit, bestimmte Emissionen von einer Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auszunehmen. Der deutsche Gesetzgeber hat von dieser Möglichkeit bislang insofern davon Gebrauch gemacht, als Emissionen von börsennotierten Emittenten und Kreditinstituten von der Prospektpflicht ausgenommen wurden. Der vorliegende Gesetzesentwurf sieht in Artikel 1 Nr. 3b (§ 3 Abs. 2 s. 1 Nr. 5 und 6 WpPG-E) nunmehr eine Ausnahme von der Prospektpflicht für Banken und börsennotierte Emittenten bei Emissionen von bis zu 5 Mio. EUR vor, für alle übrigen Emittenten soll die betragsmäßige Grenze auf 8 Mio. EUR festgelegt werden.

Aus Sicht der DSW ist nicht nachvollziehbar, weshalb die deutlich stärker regulierten Banken und börsennotierten Emittenten strengeren Transparenzanforderungen unterliegen sollen als die übrigen Emittenten. Gerade umgekehrt sollten aus Anlegersicht eher bei Letzteren strengere Transparenzanforderungen eingeführt werden als bei börsennotierten Emittenten.

Da Anlegern durch die Befreiung von der Prospektpflicht ein wesentliches Informationsdokument verloren geht, spricht sich die DSW insgesamt eher für eine niedrigere Grenze als 8 Mio. EUR aus, die

Büroanschrift:  
Peter-Müller-Straße 14  
D-40468 Düsseldorf  
Telefon 0211/6697-02  
Telefax 0211/6697-60  
Internet:  
[www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de)  
Email:  
[dsw@dsw-info.de](mailto:dsw@dsw-info.de)

Präsident:  
Ulrich Hocker  
Vizepräsidenten:  
Daniela Bergdolt  
Klaus Nieding  
Geschäftsführung:  
Marc Tüngler  
Jella S. Benner-Heinacher  
Thomas Hechtfischer

Bankverbindung:  
Postbank Essen  
BLZ 360 100 43  
Konto 68994430

Die DSW ist Dachverband  
der deutschen  
Investmentclubs und  
Mitglied der  
Europäischen Vereinigung  
EUROSHAREHOLDERS  
Brüssel

für alle Emittenten bzw. Anbieter gleichermaßen Geltung finden sollte. Hier erscheint aus Anlegersicht die Beibehaltung der derzeitigen 5 Mio. EUR Grenze als noch akzeptabel.

## **2. Einführung eines Wertpapier-Informationsblattes, Artikel 1 Nr. 4**

Der Gesetzentwurf sieht in Artikel 1 Nr. 4 (§ 3a WpPG-E) vor, dass Anbieter, die die Ausnahme nach § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG-E in Anspruch nehmen, mithin Wertpapiere in einem Gesamtgegenwert zwischen 100 TEUR und 8 Mio. EUR (zu berechnen über einen Zeitraum von 12 Monaten) emittieren, künftig ein Wertpapier-Informationsblatt (WIB) erstellen müssen, welches den formalen und inhaltlichen Anforderungen des § 3a WpPG-E entsprechen muss. Die inhaltlichen Vorgaben des § 3a Abs. 3 WpPG-E orientieren sich dabei an den Vorgaben für das sog. Vermögensanlagen-Informationsblatt gem. § 13 Abs. 1 VermAnlG.

Hier gibt die DSW Folgendes zu bedenken:

Prospekte sind in der Theorie eine wichtige Grundlage für Kapitalanlagegeschäfte und die daraus resultierenden Anlageentscheidungen. Mit Hilfe des Prospekts und den darin enthaltenen Informationen sollen Anleger ein zutreffendes Bild von der angebotenen Kapitalanlage und den damit verbundenen Risiken erhalten. Die Realität sieht, dessen ist sich die DSW bewusst, leider anders aus. In seiner derzeitigen Form stellt der vollständige Prospekt derzeit faktisch eher ein „Enthaftungsdokument“ für den Anbieter als ein Informationsdokument für den Anleger dar. Dies liegt insbesondere daran, dass die Prospekte in ihrer derzeitigen Ausgestaltung in „verrechtlichter“ Sprache sämtliche nur denkbaren produktimmanente Risiken aufzählen, sodass der ursprüngliche Sinn des Prospekts, Informationen über den Emittenten und seine Wertpapiere zu erlangen und sich somit ein zutreffendes Bild über die Kapitalanlage zu verschaffen, verloren gegangen ist.

Nichtsdestotrotz dient der vollständige Prospekt oft als letzter Rettungsanker für die Anleger, die einen Anspruch auf Schadenersatz wegen unwahrer/irreführender oder unvollständiger Informationen zu einem Wertpapier geltend machen möchten. Ausnahmen von der Pflicht zur Prospekterstellung müssen daher aus Sicht der DSW durch anderweitige Schutzmechanismen für die privaten Anleger kompensiert werden.

Insofern befürwortet die DSW zwar die Einführung eines Wertpapier-Informationsblattes (WIB), mit dessen Hilfe Anleger auf lediglich drei DIN-A4 Seiten alle wesentlichen Informationen über das zu emittierende Wertpapier, den Anbieter, den Emittenten und etwaige Garantiegeber erhalten. Denn die Einführung eines derartigen Informationsblattes zwingt die Anbieter, nicht zuletzt durch das neu eingeführte und an die Vorschriften zur Prospekthaftung angelehnte Haftungsregime in §§ 22a, 23a, 24a WpPG-E, zu einer komprimierten Darstellung der wesentlichen Emissionsinformationen und stärkt damit den Anlegerschutz. Die DSW hegt jedoch Bedenken, ob die inhaltliche Anlehnung an das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) diesem Anlegerschutzbedürfnis Rechnung trägt und nicht vielmehr eine ausführlichere Darstellung, angelehnt an bereits existierende Kurzinformationsblätter, erfolgen sollte. Denn anders als das VIB soll nach unserem Verständnis das WIB den Prospekt ersetzen und somit Erleichterungen für die Emittenten bzw. Anleger schaffen. Das VIB demgegenüber stellt nur einen kompakten Überblick dar, ersetzt jedoch den zu erstellenden Prospekt nicht. Aus diesem Grund sind aus Sicht der DSW die Anforderungen an den Inhalt des WIB unter Anlegerschutzaspekten höher anzusiedeln als beim VIB, was sicherlich auch ein Mehr an Informationen gegenüber dem VIB notwendig macht. Insbesondere sind aus Sicht der DSW ausführliche und gewichtete Informationen zur Risikobeurteilung bzw. historische Kennziffern zur Beurteilung der finanziellen Situation des Emittenten (z.B. Ergebnis je Aktie) ggf. auch historische Kursentwicklungen bei bestimmten Aktienemissionen unerlässlich.



Um dem Schutzbedürfnis der privaten Anleger ausreichend Rechnung zu tragen, sind aus Sicht der DSW daneben die folgenden Bedenken auszuräumen:

**\* § 3a Abs. 3 S. 2 Nr. 5 WpPG-E:**

Aus Sicht der DSW sollte auch die Abgabe eines Negativtestats verpflichtend sein, wenn noch kein Jahresabschluss aufgestellt wurde, analog zu den Anforderungen des VIB.

**\* § 3a Abs. 3 S. 2 Nr. 6 WpPG-E:**

Gefordert wird die Darstellung der Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen, wobei in den Erläuterungen konkretisiert wird, dass die Darstellung ausgewogen sein muss, wozu drei unterschiedliche Situationen darzulegen sind, namentlich ein positives, ein neutrales und ein negatives Szenario. Die DSW begrüßt die Notwendigkeit, die den Szenarien zugrundeliegenden Annahmen offenzulegen, ist jedoch besorgt, dass die Vorgaben zu der „ausgewogenen Darstellung“ zu unspezifisch sind. Unsere Besorgnis gründet sich insbesondere auf den ersten Erfahrungen mit den durch die PRIIPs-Verordnung eingeführten Basisinformationsblättern, die ebenfalls die Darstellung verschiedener Performance- und Kostenszenarien verlangen und die von diversen Marktteilnehmern in einer Vielzahl von Fällen als irreführend angesehen werden. Die Darstellung der Performanceszenarien wird unter diesem Blickwinkel derzeit auch im Rahmen einer Bestandsaufnahme durch die BaFin untersucht. Daneben ist die Frage zu stellen, ob die Einführung des Begriffs „neutrales Szenario“ nicht schon per se als irreführend anzusehen ist, denn dieser Begriff vermittelt dem Anleger möglicherweise den Eindruck eines Investments im Rahmen eines risikofreien Szenarios, was nicht zwingend der Fall ist.

**\* § 3a Abs. 3 S. 2 Nr. 7 WpPG-E:**

Offenzulegen sind weiterhin die mit dem Wertpapier verbundenen Kosten und Provisionen. Die Darstellung soll dabei angelehnt werden an die entsprechenden Vorschriften im VermAnlG. Kosten sind eine entscheidende Größe für die Beurteilung einer Investition, denn erst nach Verdienst aller im Zusammenhang mit dem Investment stehenden Kosten ist eine Rendite erzielbar. Die DSW ist daher der Auffassung, dass alle im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Veräußerung des jeweiligen Wertpapiers stehenden Kosten nebst weiterer Kosten während der Laufzeit offenzulegen sind, und zwar nicht nur prozentual, sondern auch absolut, in Euro. Dabei sollte sich die Form der Offenlegung soweit als möglich an der erprobten Form der Offenlegung in den Wesentlichen Anlegerinformationen orientieren.

**3. Angemessenheit der einzuführenden Einzelanlage-schwellen, Artikel 1 Nr. 4**

Grundsätzlich begegnet die DSW restriktiven Vorschriften, die Privatanleger von der Anlage in bestimmte Wertpapiere ausschließen, mit großen Bedenken. Zum einen können generelle Einzelanlageschwellen aus Sicht der DSW niemals einen ausreichenden Schutz für private Anleger bilden, da sie auf die finanzielle Situation des privaten Anlegers angepasst werden müssten, um ihre Schutzfunktion umfassend entfalten zu können. Während für den einen Privatanleger eine Investition von 1.000 EUR unproblematisch finanzierbar sein kann, übernimmt sich ein anderer ggf. bereits mit diesem Betrag.

Vor allem aber sind wir der Ansicht, dass jeder Anleger selbstbestimmt entscheiden können soll, welche Investition er tätigen möchte, oder eben nicht. Die Entscheidungshoheit soll ihm nicht durch den Gesetzgeber genommen werden. Für eine selbstbestimmte Entscheidung sind dem Anleger allerdings ausreichende

Informationen zur Verfügung zu stellen. Investitionen in eine Black Box sind unter Anlegerschutzgedanken abzulehnen.

Der Verlust der Informations- und auch Schutzfunktion des Prospektes ist allerdings auszugleichen. Hierfür ist es aus Sicht der DSW vorzugswürdig, Aufbau und Inhalt des Wertpapier-Informationsblattes an bereits bestehende Informationsblätter anzugleichen.

Die im Gesetzesentwurf vorgesehene Schutzfunktion, dass Wertpapiere, die von Anbietern unter den erleichterten Voraussetzungen des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG-E emittiert werden, nur im Wege der Anlageberatung an private Anleger (sog. nicht qualifizierte Anleger) veräußert werden dürfen sieht die DSW teilweise kritisch. Zwar ist hier die Schutzfunktion für die Anleger, insbesondere durch die mit MiFiD II eingeführten Anforderungen an die Anlageberatung, aus unserer Sicht angemessen aber auch ausreichend gewährleistet. Die reine Anlagevermittlung sieht die DSW demgegenüber als nicht ausreichend an, da diese, aufgrund der fehlenden Geeignetheitsprüfung, letztlich der notwendigen Schutzfunktion nicht in ausreichendem Maße nachkommen kann.

#### **4. Haftungsregelungen, Art. 1 Nr. 10**

Die DSW begrüßt die Anlehnung der Haftungsregelungen für das WIB an die Vorschriften zur Prospekthaftung. Das Mindeste, was ein Anleger von einem den vollständigen Prospekt ersetzenden Informationsblatt erwarten können muss, ist, dass ein Anbieter, wenn er von der Ausnahmemöglichkeit des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 i.V.m. § 3a Abs. 1 WpPG-E Gebrauch macht, in diesem Informationsblatt die wesentlichen Angaben richtig und nicht irreführend darstellt – und nur hierfür ist eine Haftung in § 22a WpPG-E inhaltlich vorgesehen.

Daneben können die Wertpapier-Informationenblätter nur durch ein flankierendes Haftungsregime überhaupt eine verlässliche Warnfunktion für Anleger entfalten und eine annähernde „Waffengleichheit“ zwischen Anbieter und Anleger herstellen.

In diesem Zusammenhang möchten wir ausdrücklich darauf hinweisen, dass diese Thematik allerdings mittels der schon seit langem von der DSW geforderten Beweislastumkehr deutlich eleganter zu lösen gewesen wäre. Nur eine Beweislastumkehr wird eine vollständige Waffengleichheit zwischen Anbieter und Anleger herstellen können. Diese Waffengleichheit ist heute nicht gegeben, da die Anbieter mit einem enormen Wissensvorsprung ausgestattet sind und gerade dieser dazu führt, dass die Anleger immer wieder für sie falsche Entscheidungen treffen. Dieses Defizit auf der Seite der Anleger muss nicht nur durch eine Erhöhung der Informationspflichten, sondern vor allem durch eine Beweislastumkehr kompensiert werden. Eine Umkehr der Beweislast wäre auch keine unausgewogene Belastung der Anbieterseite, da von diesen schlichtweg erwartet werden darf, dass jegliche Angaben und Information darf den Anbietern wohl auch zugemutet werden.

Mit freundlichen Grüßen

DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG  
FÜR WERTPAPIERBESITZ e.V.

Die Geschäftsführung

Marc Tüngler  
Hauptgeschäftsführer

i.A. Christiane Hölz  
Landesgeschäftsführerin NRW

Bundesverband Crowdfunding e.V. | Köpenicker Str. 154 | 10997 Berlin

Frau  
Bettina Stark-Watzinger (MdB)  
Vorsitzende des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestags  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

**Karsten Wenzlaff**

Geschäftsführer

T +49 30 - 6098 89525

F +49 30 - 2332 89291

E karsten.wenzlaff@bundesverband-crowdfunding.de

Berlin, den 11. Juni 2018

## **Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ (Drs. 19/2435)**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Stark-Watzinger,

wir möchten uns im Namen des Bundesverbands Crowdfunding e.V. sehr herzlich für die Einladung zur Teilnahme an der Anhörung am Mittwoch, dem 13. Juni 2018 bedanken.

Der Bundesverband Crowdfunding vertritt die Interessen der Crowdfunding-Plattformen in Deutschland. Seine Mitglieder vermitteln ca. 80 Prozent der durch Crowdfunding in Deutschland emittierten Vermögensanlagen und Wertpapiere.

Gerne möchten wir Ihnen unsere Stellungnahme vorab zukommen lassen:

### **Wertpapierprospektverordnung**

Mit der EU-Prospektverordnung besteht die Möglichkeit, einen wichtigen Schritt dafür zu tun, die Finanzierungsbedingungen deutscher Unternehmen zu verbessern, die deutsche FinTech-Branche in Europa wettbewerbsfähig zu erhalten und Investoren mehr interessante Anlagemöglichkeiten zu bieten. Dies steht in Einklang mit zentralen Zielen der europäischen Initiative zur Kapitalmarktunion.

Die EU-Prospektverordnung bietet Deutschland die Möglichkeit, prospektfreie Emissionen von Wertpapieren bis zu einem Schwellenwert von 8 Mio. Euro zuzulassen. Der Bundesverband Crowdfunding begrüßt den Vorschlag der Bundesregierung, den Schwellenwert für die Erstellung eines Wertpapierprospektes auf 8 Mio. Euro festzulegen. Die Bundesregierung setzt damit ein deutliches Signal für den Kapitalmarktstandort Deutschland und für die kapitalsuchenden Unternehmen in Deutschland.

Das im Gesetzesentwurf vorgesehene Transparenzregime, das sich an den mittlerweile praxisbewährten Regelungen zu Vermögensanlagen-Informationen orientiert, begrüßen wir. Die Rechtsverordnung nach § 3a Abs. 9 WpPG-RegE sollte allerdings aus unserer Sicht der Zustimmung des BMWi unterliegen, damit sichergestellt ist, dass die Belange der kapitalsuchenden Unternehmen ausreichend Berücksichtigung finden.

In der Vergangenheit haben insbesondere die Verbraucherschützer dafür argumentiert, dass die Finanzierung von Unternehmen nicht im sogenannten „grauen Kapitalmarkt“, sondern im „weißen“ Kapitalmarkt der Wertpapiere stattfindet. In den meisten europäischen Ländern ist dies der Fall – dort operieren Crowdfunding-Plattformen im Wertpapierbereich und vermitteln z. B. „Securities“. Die EU-Prospektverordnung knüpft an den „Wertpapier-Begriff“ an.

In Deutschland sind GmbH-Anteile allerdings keine Wertpapiere, sondern Vermögensanlagen. In Deutschland wird der ganz überwiegende Teil der KMUs in der Rechtsform der GmbH betrieben. Die Rechtsform der Aktiengesellschaft wählen aufgrund der damit verbundenen Kosten hingegen typischerweise eher größere Unternehmen.

Damit der Entwurf auch in Deutschland zu einer spürbaren Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von KMUs führen kann, müssten aus unserer Sicht drei Anpassungen vorgenommen werden:

1. *Ausweitung der Ausnahme von der Prospektpflicht auf GmbH-Anteile* zur Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten der kapitalsuchenden Unternehmen.
2. *Flexibilisierung der Einzelinvestmentgrenzen* zur Verbesserung der Anlagemöglichkeiten der Anleger und der Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen.
3. *Etablierung einer vereinfachten Vermittlerlizenz* zur Verbesserung der Situation der Crowdfunding-Plattformen.

Im Einzelnen:

#### **Ausweitung der Ausnahme von der Prospektpflicht auf GmbH-Anteile zur Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten der kapitalsuchenden Unternehmen**

Der ganz überwiegende Teil von jungen und mittelständischen Unternehmen ist in der Rechtsform der GmbH organisiert. Nach geltendem Recht stellen GmbH-Anteile – anders als Aktien – keine Wertpapiere, sondern Vermögensanlagen dar. Das heißt, das mit der Prospektverordnung angestrebte Ziel, den Zugang von jungen und mittelständischen Unternehmen zu Kapital zu verbessern, würde durch eine Vereinfachung von Wertpapier-Emissionen alleine nicht erreicht.

Vielmehr wäre erforderlich, dass parallel zur Umsetzung der EU-Prospektverordnung die Schwarmfinanzierungsausnahme im Vermögensanlagengesetz auf GmbH-Anteile erweitert wird. Dadurch würde zugleich die regulatorisch widersinnige Situation vermieden, dass die Emission von Eigenkapital in Form von Aktien nach der Prospektverordnung und die Emission von Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen nach dem Vermögensanlagengesetz im Millionenbereich prospektfrei möglich sind, nicht jedoch die Emission von Eigenkapital in Form von GmbH-Anteilen.

Geändert werden müsste zusätzlich lediglich der § 2a Abs. 1 VermAnlG (neuer Text in **rot**):

##### *„§ 2a Befreiungen für Schwarmfinanzierungen*

*(1) Die §§ [...] sind nicht anzuwenden auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer **1**, 3, 4 und 7, wenn der Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Millionen Euro nicht übersteigt.“*

#### **Flexibilisierung der Einzelinvestmentgrenzen zur Verbesserung der Anlagemöglichkeiten der Anleger**

Die im Entwurf vorgesehene fixe Obergrenze von 10.000 Euro für Investitionen in Projekte der Schwarmfinanzierung – unabhängig davon, ob Wertpapiere oder Vermögensanlagen emittiert werden – sieht der Bundesverband Crowdfunding kritisch. Diese Deckelung ist weder im Interesse der Anleger noch der kapitalsuchenden Unternehmen. Der Bundesverband Crowdfunding spricht sich erneut dafür aus, dass kapitalstarke Investoren auch größere Finanzierungssummen über die Plattformen investieren können. Der Bundesverband Crowdfunding hat sich insoweit bereits in der Evaluation des Kleinanlegerschutzgesetzes dafür ausgesprochen, ähnlich wie in anderen Ländern einkommens- und



vermögensabhängige Obergrenzen festzulegen.<sup>1</sup> Wir hatten beispielsweise vorgeschlagen, den Einzelinvestitionsbetrag auf 10 Prozent des frei verfügbaren Vermögens zu begrenzen.

Diesen Vorschlag hatte im Gesetzgebungsverfahren zum Kleinanlegerschutzgesetz auch der Bundesrat aufgegriffen und empfohlen, zu prüfen, ob nicht eine Flexibilisierung der Schwellenwerte im Sinne einer relativ gefassten Definition vorzugswürdig wäre („Beschränkung auf ein Zehntel des frei verfügbaren Vermögens des Anlegers“ / „Beschränkung ohne betragsmäßige Maximalbegrenzung auf 10.000 Euro auf den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des Anlegers“). Der Bundesrat hat dies zusätzlich damit begründet, dass „das Engagement professioneller Investoren gerade auch im Hinblick auf die Vermeidung einer Unterkapitalisierung von Projekten bedeutsam sein“ könne.<sup>2</sup>

Wenn es aber aus Sicht des Deutschen Bundestages bei dem Grundkonzept bleiben soll, dass absolute, vermögens- und einkommensunabhängige Obergrenzen bestehen sollen, dann würden wir vorschlagen, die für Wertpapiere geltenden Einzelinvestitionsgrenzen gegenüber den Vermögensanlagen deutlich zu erhöhen. Hierdurch würde insbesondere eine verstärkte Emission von Eigenkapital in Form von Aktien begünstigt. Dies hätte gegenüber Nachrangdarlehen gerade für Kleinanleger verschiedene Vorteile. Insbesondere sind Aktien sehr viel stärker gesetzlich standardisiert als Nachrangdarlehen oder partiarische Darlehen. Im Aktienrecht existiert ein durch das aktienrechtliche Prinzip der Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG) gesetzlich fixiertes, praxisfestes Anlegerschutzregime, das durch eine langjährige Rechtstradition konkretisiert und gefestigt ist.

Die Anleger könnten auf diese Weise langfristig besser an den Gewinnen und Wertsteigerungen der Unternehmen partizipieren, da die gesetzliche Rechtsstellung von Eigenkapital-Investoren deutlich stärker ausgestaltet ist als diejenige von Darlehensgebern. Aktien ermöglichen es zudem, einen liquiden Sekundärmarkt für Unternehmensanteile aufzubauen, der Anlegern erforderlichenfalls Möglichkeiten zum Anteilsverkauf bietet.

Daher ist es aus Sicht des Bundesverband Crowdfunding unverständlich, dass die Investoren von den verbesserten Rahmenbedingungen, die Wertpapiere bieten, nicht profitieren sollten. Wir schlagen daher vor, die Grenzen des Einzelinvestments deutlich zu erhöhen.

Geändert werden müsste lediglich der § 3c WpPG in der Fassung des Kabinettsentwurfs (neuer Text in **rot**):

*„§ 3c Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger*

*Unbeschadet der Vorgaben in §§ 3a und 3b ist auf ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum 1 000 000 Euro oder mehr beträgt, wobei diese Untergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist, die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 3 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 nur anwendbar, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:*

*1 000 Euro,*

***25 000 Euro**, sofern der jeweilige nicht qualifizierte Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens **250 000 Euro** verfügt, oder*

<sup>1</sup> Vgl. dazu unsere Stellungnahme zum KASG vom 8. September 2016, <https://www.bundesverband-crowdfunding.de/kasg-evaluation/>, dort Ziff. 3.

<sup>2</sup> Vgl. dessen Stellungnahme, BR-Drucks. 638/14 (Beschluss), S. 8 f.

*den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen nicht qualifizierten Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstausskunft, höchstens jedoch **25 000 Euro**.*“

### **Etablierung einer vereinfachten Vermittlerlizenz zur Verbesserung der Situation der Crowdfunding-Plattformen**

Die Art und Weise der Umsetzung der Kapitalmarktrichtlinie (MiFID I und II) in Deutschland führt dazu, dass – anders als in anderen EU-Mitgliedstaaten – der Erwerb einer (passportingfähigen) MiFID-konformen Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut (Anlagevermittlung) für viele Schwarmfinanzierungs-Plattformen aufgrund der damit verbundenen anfänglichen und laufenden regulatorischen Kosten sehr schwierig ist.

Bei diesen Plattformen handelt es sich häufig um junge Unternehmen kurz nach dem Markteintritt. Es stellt im europäischen Vergleich einen erheblichen Wettbewerbsnachteil und ein Wachstumshemmnis dar, dass – wie die Realität des deutschen Schwarmfinanzierungs-Marktes zeigt – der Erwerb einer MiFID-Lizenz für die überwiegende Mehrzahl dieser Plattformen wirtschaftlich (noch) nicht in Reichweite ist.

Wir haben uns bereits im September 2016 für die Schaffung eines neuen aufsichtsrechtlichen Status des „digitalen Anlagevermittlers“ eingesetzt. Für diese neue Kategorie von FDI könnten inhaltlich ähnliche Anforderungen und Vermittlerpflichten gelten wie derzeit für Schwarmfinanzierungs-Plattformen im Status von § 34f GewO.<sup>3</sup>

Ein solcher Regelungsrahmen würde den Zielsetzungen des Investorenschutzes und der Finanzstabilität angemessen Rechnung tragen, ohne die Vermittler mit übermäßigen regulatorischen Kosten zu belasten. Von dem für Vermittler im Status des § 34f GewO geltenden Pflichtenkatalog müsste nur insoweit abgewichen werden, wie dies durch europarechtliche Vorgaben zwingend geboten ist. Die neue Kategorie von FDI würde von BaFin und Bundesbank beaufsichtigt und erhielte eine „passporting-fähige“ Lizenz nach § 32 KWG.

Die vorgenannten Vorschläge würden zusammen mit der Festlegung der Prospektausnahme auf 8 Mio. Euro für Wertpapieremissionen dazu führen, dass die Attraktivität von Wertpapieremissionen als Finanzierungsinstrument für KMU in Deutschland deutlich steigen würde.

Für Fragen und weitere Abstimmung stehen wir selbstverständlich gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Tamo Zwinge  
Mitglied des Vorstands

Dr. Tobias Riethmüller  
Justiziar

---

<sup>3</sup> Vgl. dazu unsere Stellungnahme zum KASG vom 8. September 2016, <https://www.bundesverband-crowdfunding.de/kasg-evaluation/>, dort Ziff. 9.1.



BVI • Unter den Linden 42 • 10117 Berlin

An die  
Mitglieder des  
Finanzausschusses  
Deutscher Bundestag  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Datum  
Berlin, den 12.6.2018

Durchwahl  
069 15 40 90 670

E-Mail  
christa.franke@bvi.de

**Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze, BT-Drucksache 19/2435**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,  
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

wir danken Ihnen sehr herzlich für die Einladung zur Teilnahme an der Anhörung zum vorliegenden Gesetzentwurf und nehmen die Gelegenheit gerne wahr, unsere Einschätzung vorzutragen.

Unsere schriftliche Stellungnahme senden wir Ihnen hiermit vorab zu.

Mit freundlichen Grüßen

Christa Franke

Kai Schulze

Anlage

## **Position des BVI<sup>1</sup> zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze, BT-Drucksache 19/2435**

Für die Fondsbranche ist die Prospektverordnung aus zwei Gründen relevant: Für Fondsmanager sind Prospekte eine Informationsquelle zur Vorbereitung einer Investitionsentscheidung. Das Wertpapierprospektrecht gilt zudem für geschlossene Fonds, soweit deren Anteile übertragbare Wertpapiere sind wie bei der geschlossenen Investment-Aktiengesellschaft. Zwar sehen wir im Hinblick auf die europäische Einigung Defizite (vgl. unten), jedoch begrüßen wir die weitgehend sachgerechten Vorschläge im Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze. Hierzu zählt, dass prospektfreie Emissionen nur von Wertpapierdienstleistern beratend oder vermittelnd vertrieben werden sollen. Emittenten von Wertpapieren, die unter die Prospekt-Verordnung fallen, sind nur im Fall einer Börsennotierung reguliert oder soweit sie in der Finanzbranche tätig sind. Es bestünde daher sonst das Risiko, dass unregulierte Anbieter im Direktvertrieb das Vertrauen von Anlegern in die Finanzbranche allgemein schädigen.

Wir bitten um Prüfung und Berücksichtigung der folgenden allgemeinen Punkte:

- Die Ausnahme von der Prospektpflicht für kleinere Emissionen sollte für alle Emittenten bis zu einer Emissionshöhe von 8 Millionen Euro gelten. Es besteht kein sachlicher Grund, um Emissionen von Banken und börsennotierten Emittenten gegenüber anderen – unregulierten – Emittenten zu benachteiligen. Zwar wären geschlossene Fondsanbieter als ebenfalls regulierte Emittenten von dieser Ungleichbehandlung nicht betroffen; allerdings besteht grundsätzlich kein Bedarf, höhere Anforderungen an regulierte Emittenten zu stellen.
- Bei prospektfreien Angeboten für kleinere Emissionen sind Mindestanlagesummen vorgesehen. Dieser gesetzgeberische Trend hat schon im Vermögensanlagengesetz und europäisch in der Verordnung für langfristige europäische Investmentfonds Niederschlag gefunden. Wir bewerten diesen kritisch. Denn die Anlageschwellen mögen für einen Anleger passen, für andere wiederum nicht sinnvoll sein. Auch entstehen durch solche Regelungen vermeidbare Rechtsfragen, z. B. was in das Nettoeinkommen des Anlegers einzurechnen ist oder wann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Unrichtigkeit der Angaben infolge grober Fahrlässigkeit nicht erkannt hat. Die allgemeinen Regelungen für den Wertpapiervertrieb, die durch die MiFID II erheblich verschärft wurden, bieten unseres Erachtens ausreichend Schutzmechanismen, die solche besonderen Vorgaben entbehrlich machen.

<sup>1</sup>Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 104 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten knapp 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen.



Mit Blick auf künftige europäische Rechtsetzungsverfahren im Prospektrecht und in der Fondsregulierung möchten wir Folgendes anmerken:

- Das Projekt der Kapitalmarktunion fordert nicht nur ein kohärentes Privatplatzierungsregime für Wertpapiere, sondern auch für Fonds. Die aktuellen Vorschläge der EU-Kommission zum Abbau von Barrieren im grenzüberschreitenden Fondsvertrieb sehen hingegen überhaupt kein Regime der Privatplatzierung vor – geschweige denn ein mit Wertpapieren vergleichbares Regime. Fonds erleichtern kleineren und mittleren Unternehmen die Finanzierung, mobilisieren gleichzeitig privates Kapital und eröffnen den Anlegern zusätzliche Anlagemöglichkeiten. Im Vergleich zu normalen Wertpapieremissionen bieten Fonds aufgrund von regulatorischen Vorgaben dabei einen höheren Schutz der Anleger, bspw. durch eine Risikodiversifizierung oder den Insolvenzschutz des Sondervermögens. Dennoch können nach aktueller EU-Regulierung Wertpapiere z. B. an bis zu 150 Privatanleger und unbeschränkt an qualifizierte Anleger platziert werden. Im Gegensatz dazu bedürfen Fonds, die unter die AIFM-Richtlinie fallen, einer umfassenden Vertriebsanzeige bei der Aufsicht inklusive Einreichung der Verkaufsunterlagen bereits, wenn diese an einen einzigen Anleger vertrieben werden – dies selbst dann, wenn es sich um einen professionellen Anleger handelt. Dieses Ungleichgewicht auch zu Lasten der kleineren und mittleren Unternehmen sowie der Anleger sollte beseitigt werden.
- Geschlossene Fonds, deren Anteile in Wertpapieren verbrieft sind, unterfallen weiterhin der Prospekt-Verordnung. Das ist nicht sachgerecht. Denn die Verwalter dieser Fonds unterliegen der AIFM-Regulierung. Sie müssen bereits nach der AIFM-Richtlinie Anlegern prospektähnliche Informationen zur Verfügung stellen. Im KAGB ist dies für Publikumsfonds noch im Detail präzisiert. Die Verwalter werden zudem überwacht und unterliegen detaillierten organisatorischen Vorgaben etwa für ein Risikomanagementsystem oder Verhaltenspflichten, die dem Anlegerschutz dienen. Im Vergleich zu anderen nicht börsennotierten Emittenten unterliegen Angebote von Anteilen an geschlossenen Fonds damit einem viel umfassenderen Anlegerschutz, als dies das reine Wertpapierprospektrecht, das nur auf eine entsprechende Anlegeraufklärung setzt, je leisten kann. Die Ausgabe von Anteilen an geschlossenen Fonds ist zudem nicht mit operativ tätigen Unternehmen vergleichbar, auf deren Emissionen sich das Wertpapierprospektrecht fokussiert.

\*\*\*\*\*





Stellungnahme der  
Gruppe Deutsche Börse

zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen  
der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze  
(Bundestagsdrucksache 19/2435)

13. Juni 2018

### **Einleitende Bemerkung:**

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, unsere Einschätzung zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze im Rahmen der Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 13. Juni 2018 vortragen zu dürfen. Insgesamt begrüßen wir die Intention des Gesetzgebers, von dem in der Prospektverordnung eröffneten Gestaltungsspielraum Gebrauch zu machen und von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts für öffentliche Angebote in begründeten Fällen abzusehen. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die Anhebung der Schwelle für Prospektausnahmen sowie die Beibehaltung der Freistellung von CRR-Kreditinstituten und bereits zugelassenen Emittenten. Wir halten dies für angemessen, um im Einklang mit den Vorhaben der Europäischen Kommission den Kapitalmarktzugang von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu erleichtern. Der Einführung eines Wertpapier-Informationsblatts stehen wir hingegen kritisch gegenüber, da dies zusätzlichen Aufwand für Emittenten mit sich bringt, ohne allerdings die Vergleichbarkeit mit anderen bereits existierenden Formaten der Anlegerinformation zu erhöhen und damit die Voraussetzungen für eine informierte Anlageentscheidung signifikant zu verbessern.

Zusätzlich zu den hier schriftlich vorgetragenen Argumenten verweisen wir auf die in der Anhörung vorgetragenen Anmerkungen. Wir unterbreiten darüber hinaus in dieser schriftlichen Stellungnahme einige Vorschläge für Änderungen des Kreditwesengesetzes und bitten darum, unsere Argumente zu prüfen und ggf. im weiteren Gesetzgebungsverfahren zu berücksichtigen.

### **Artikel 1: Änderung des Wertpapierprospektgesetzes**

#### **1. Einführung eines Wertpapier-Informationsblatts (§ 3a-neu WpPG-E)**

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung macht von der in Art. 1 Abs. 3 der EU-Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) eröffneten Option durch Einführung eines Wertpapier-Informationsblatts Gebrauch. Wir halten die Einführung einer neuen Kategorie von Informationsmedium aufgrund des für KMU im Rahmen von Kleinstemissionen bzw. kleinen Kapitalerhöhungen entstehenden Aufwands für nicht angemessen und für Zwecke des Anlegerschutzes nicht zielführend. Vielmehr errichtet die Pflicht zur Erstellung und Genehmigung eines Wertpapier-Informationsblatts zusätzliche neue administrative Hürden für KMUs. Die Ziele der ProspektVO – Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für KMU – werden damit unterlaufen. Wir halten dies gerade vor dem Hintergrund einer von der Europäischen Kommission angestoßenen kritischen Überprüfung regulatorischer Hürden für KMUs nicht für sinnvoll. Aus diesen Gründen bitten wir weiterhin um ersatzlose Streichung des Vorschlags zur Einführung eines Wertpapier-Informationsblatts.

Sollte der Gesetzgeber diesem Vorschlag nicht folgen und an der Nutzung der Option grundsätzlich festhalten, schlagen wir vor, zumindest von der Einführung einer neuen Kategorie an Informationsblatt abzusehen. Produktinformationsblatt (PIB) und Basisinformationsblatt sind ihrem Informationsgehalt und Umfang nach – und vorbehaltlich ihrer näheren Bestimmung im Rahmen einer konkretisierenden Rechtsverordnung – geeignete Formate zur Umsetzung des gesetzgeberischen Zwecks, für Investoren eine Informationsquelle für Anlageentscheidungen zu schaffen. Für Anleger ist die Vergleichbarkeit bei der Anlageentscheidung ein maßgeblicher Faktor. Eine uneinheitliche Offenlegung von Informationen mittels verschiedener Aufklärungsdokumente

ist diesem Zweck nicht dienlich. Hier wird zudem erneut eine nationale Sonderregelung kreiert, die neben das – nur in Deutschland existierende – PIB tritt.

Zwar sieht der Entwurf in Fällen, in denen ein KID erstellt werden muss, eine Befreiung von der Pflicht zur Erstellung des Wertpapier-Informationsblatts vor. Jedoch wird diese Befreiung gerade im Falle von Aktienemissionen nicht greifen, da es sich hierbei nicht um verpackte Produkte handelt. Eine Erweiterung der Befreiung auf die Fälle, in denen ein PIB bereitgestellt wird, wäre mindestens angezeigt. Wir regen an, im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsverfahrens zu prüfen, inwiefern dem berechtigten Informationsinteresse von Anlegern durch die Nutzung bestehender Formate (PIB, KID) Rechnung getragen werden kann. Systematisch ist zudem unverständlich, warum verpackte Anlageprodukte für die ein Basisinformationsblatt (BIB/KID) erstellt wird bessergestellt werden. Für derartige Produkte entfällt nach unserem Verständnis das Gestattungsverfahren bei der BaFin.

## **2. Beibehaltung der Prospektausnahme für öffentliche Wertpapierangebote mit einem Verkaufspreis unter 5 Mio EUR**

Wir begrüßen die Absicht des Gesetzgebers, unter Nutzung der Option in Art. 3 Absatz EU-Prospektverordnung für CRR-Kreditinstitute und bereits zugelassene Emittenten von der Prospektpflicht für öffentliche Wertpapierangebote weiterhin abzusehen. Zugleich unterstützen wir das Vorhaben, den europarechtlich eröffneten Gestaltungsspielraum in vollem Umfang zu nutzen und eine Erhöhung der Prospektbefreiung von Emissionen mit einem Verkaufspreis von bis zu 8 Millionen EUR einzuführen. Da sich die Kapitalmärkte innerhalb der Mitgliedstaaten der EU und damit die Größe der gelisteten Unternehmen enorm unterscheiden und Deutschland sich hier vergleichsweise im oberen Bereich befindet, sollte man sich auch bei der Befreiungsvorschrift im oberen Bereich bewegen. Wenn selbst Mitgliedstaaten, an deren Kapitalmärkten vergleichsweise kleine Unternehmen gelistet sind, von der 5 Millionen-Schwelle ausgehen, ist es für den großen Kapitalmarkt Deutschland verhältnismäßig, die Schwelle auf 8 Millionen EUR zu erhöhen.

Wir möchten jedoch auf Folgendes aufmerksam machen:

§ 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. normiert die bislang in § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG enthaltene Prospektausnahme für Emissionen von CRR-Kreditinstituten iHv bis zu 5 Mio. Euro Verkaufspreis im Europäischen Wirtschaftsraum über einen Zeitraum von 12 Monaten. Die neue ProspektVO sieht in Art. 3 Abs. 2 die Möglichkeit vor, national den Schwellenwert für die Prospektfreiheit auf bis zu 8 Mio. Euro zu erhöhen. Hiervon macht der deutsche Gesetzgeber für den § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. gegenwärtig jedoch keinen Gebrauch.

Die Prospektausnahme des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. ist auf Emissionen iHv bis zu 5 Mio. Euro Verkaufspreis beschränkt. Gründe für die unterschiedlichen Höchstbeträge von 5 Mio. Verkaufspreis / 8 Mio. Euro Gesamtgegenwert sind nicht ersichtlich. Daher würde es insbesondere kleinere Institute entlasten, wenn hier der bestehende europarechtliche Spielraum aus Art. 3 Abs. 2 neue ProspektVO genutzt würde. Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns ausdrücklich für die Anhebung des Schwellenwertes in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG im Einklang mit Art. 3 Abs. 2 neue ProspektVO auf 8 Mio. Euro aus.

Die geschaffenen Erleichterungen beziehen sich nach unserer Lesart insgesamt zudem jedoch nur auf öffentliche Angebote von Wertpapieren, nicht jedoch auf die Zulassung der Wertpapiere zum

regulierten Markt. Es wäre wünschenswert, wenn die Erleichterungen in entsprechender Weise für die Zulassung zum regulierten Markt gelten könnten.

Stattdessen mussten wir feststellen, dass durch die gesetzessystematische Verschiebung des § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F. hin zu § 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG n.F der Befreiungstatbestand für CRR-Kreditinstitute oder Emittenten, deren Aktien bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, wenn der Verkaufspreis für alle im Europäischen Wirtschaftsraum angebotenen Wertpapiere weniger als 5 Millionen Euro beträgt, erheblich geschmälert wurde. Während der Tatbestand vorher eine Ausnahme vom Anwendungsbereich des WpPG darstellte, handelt es sich nach der Verschiebung nur noch um eine Ausnahme von der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten, d.h. er ist nicht mehr anwendbar für die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt. Da aber diese Ausnahme gerade für kleine Kapitalerhöhungen genutzt wird und für diese Kapitalerhöhungen in der Regel eine Zulassungspflicht zum regulierten Markt besteht (§ 69 BörsZulV), würde der Tatbestand quasi ausgehebelt. Man kann zwar prospektfrei öffentlich anbieten, für die Zulassung bedarf es aber eines Prospekts; vorbehaltlich etwaiger anderer Ausnahmetatbestände.

### **3. Flexiblere Gestaltung des Sprachenregimes**

Wir begrüßen die Absicht des Gesetzgebers zur flexibleren Gestaltung des Sprachenregimes und halten die Möglichkeit, einen Prospekt künftig auch in englischer Sprache erstellen zu können, für einen willkommenen Beitrag, den Kapitalmarktzugang für Emittenten und ausländische Investoren zu erleichtern.

Wir sehen allerdings keine Notwendigkeit für eine Unterscheidung bei Prospekten für öffentliche Angebote und Prospekten für die Börsenzulassung. In beiden Fällen sollte die Verwendung einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache gestattet und nicht vom Ermessen der Bundesanstalt abhängig sein.

## Artikel 8: Änderung des Kreditwesengesetzes

### **1. Mandatsbeschränkungen, EBA- und ESMA Leitlinie**

§ 25c und § 25d KWG wurden mit dem CRD IV-Umsetzungsgesetz eingefügt und seitdem bereits mehrfach angepasst. Die Anpassungen betrafen dabei insbesondere die Regelungen zu den quantitativen Mandatsbeschränkungen für Geschäftsleiter sowie Mitglieder eines Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans eines CRR-Instituts von erheblicher Bedeutung. Die Gruppe Deutsche Börse hat hierzu in der Vergangenheit immer wieder Verbesserungsvorschläge unterbreitet. Am 26. September 2017 haben ESMA und EBA eine gemeinsame Leitlinie zur Beurteilung von Mitgliedern von Leitungsorganen (EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598) veröffentlicht, in der unter Kapitel 5 des Abschnitts 3 die Zählweise von Mandaten aufgegriffen und konkretisiert wird. Insbesondere wird für die in diesem Zusammenhang maßgeblich heranzuziehende Definition des Begriffs „Gruppe“ auf Artikel 2 Absatz 9 und 10 der Richtlinie 2013/34/EU verwiesen sowie die Berücksichtigung von Mandaten in bedeutenden Beteiligungen, welche nicht gleichzeitig auch Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, spezifiziert.

Die aktuellen Vorschriften des KWG weichen im Detail von diesen Vorschriften sowie der zugrundeliegenden Begriffsinterpretation ab. Auch die EZB hat in Abschnitt 4.4 des am 15. Mai 2017 veröffentlichten Leitfadens zur Beurteilung der fachlichen Qualifikation und persönlichen Zuverlässigkeit mit der EBA/ESMA Leitlinie gleichlautende Grundsätze, Praktiken und Verfahren veröffentlicht, so dass die deutschen Vorschriften nunmehr klar von einer einheitlichen europäischen Auslegung abweichen. Wir bitten daher, eine Anpassung der Vorschriften des § 25c Absatz 2 sowie § 25d Absatz 3 KWG sinngemäß wie folgt zu erwägen:

#### § 25c Absatz 2 Satz 2 KWG:

„2. wer ~~in einem anderen Unternehmen Geschäftsleiter ist oder~~ bereits in mehr als zwei Unternehmen Mitglied des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans ist.“

#### § 25c Absatz 2 Satz 3 KWG:

„Dabei gelten im Sinne von Satz 2 Nummer 2 mehrere Mandate als ein Mandat, wenn die Mandate bei Unternehmen wahrgenommen werden,

1. die derselben ~~Institutgruppe, Finanzholding-Gruppe, gemischten Finanzholding-Gruppe oder gemischten Holding-Gruppe~~ Gruppe, bestehend aus einem Mutterunternehmen und all ihren Tochterunternehmen nach Artikel 2 Nummer 9 und 10 der Richtlinie 2013/34/EU angehören,  
...“

#### § 25d Absatz 3 Satz 3 KWG:

„Dabei gelten im Sinne von Satz 1 Nummer 3 und 4 mehrere Mandate als ein Mandat, wenn die Mandate bei Unternehmen wahrgenommen werden,

1. die derselben ~~Institutgruppe, Finanzholding-Gruppe, gemischten Finanzholding-Gruppe oder gemischten Holding-Gruppe~~ Gruppe, bestehend aus einem Mutterunternehmen und all ihren Tochterunternehmen nach Artikel 2 Nummer 9 und 10 der Richtlinie 2013/34/EU



angehören,...“

Darüber hinaus ist es aus unserer Sicht notwendig, die Vorschriften des § 25c Absatz 2 und § 25d Absatz 3 KWG zur Umsetzung der Absätze 50, 51 und 53 der EBA/ESMA Leitlinie (EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598) anzupassen. Eine Anpassung könnte dabei wie folgt vorgenommen werden:

Nach § 25c Absatz 2 Satz 4 KWG wären folgende Sätze 5 - 9 hinzuzufügen:

„5 Für die Zwecke des Satz 2 soll ein Mandat, welches sowohl Leitungs- als auch Aufsichtsfunktionen umfasst, als ein Leitungsmandat gelten. 6 Gelten gemäß Satz 3 mehrere Mandate als ein Mandat, so ist das Mandat als ein Leitungsmandat zu bewerten sobald mindestens ein Leitungsmandat darin enthalten ist. 7 Im Sinne des Satz 3 Nummer 3 sind alle Mandate bei Unternehmen, an denen das Institut eine bedeutende Beteiligung hält, die jedoch kein Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, als ein Mandat zu zählen. 8 Dieses Mandat in bedeutenden Beteiligungen ist als ein gesondertes Mandat zu zählen. 9 Folglich sind Mandate in derselben Gruppe und Mandate in bedeutenden Beteiligungen für die Zwecke des Satzes 2 Nummer 2 als insgesamt zwei Mandate zu bewerten.“

Nach § 25d Absatz 3 Satz 4 KWG wären folgende Sätze 5 - 9 hinzuzufügen:

„5 Für die Zwecke des Satz 1 Nummer 3 und 4 soll ein Mandat, welches sowohl Leitungs- als auch Aufsichtsfunktionen umfasst, als ein Leitungsmandat gelten. 6 Gelten gemäß Satz 3 mehrere Mandate als ein Mandat, so ist das Mandat als ein Leitungsmandat zu bewerten sobald mindestens ein Leitungsmandat darin enthalten ist. 7 Im Sinne des Satz 3 Nummer 3 sind alle Mandate bei Unternehmen, an denen das Institut eine bedeutende Beteiligung hält, die jedoch kein Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, als ein Mandat zu zählen. 8 Dieses Mandat in bedeutenden Beteiligungen ist als ein gesondertes Mandat zu zählen. 9. Folglich sind Mandate in derselben Gruppe und Mandate in bedeutenden Beteiligungen für die Zwecke des Satzes 1 Nummer 3 und 4 als insgesamt zwei Mandate zu bewerten.“

## **2. Eigengeschäft (CSDR)**

Die Zulassung von Zentralverwahrern soll entsprechend der Intension des Artikels 16 Verordnung (EU) Nr. 909/2014 (CSDR) ausschließlich im Rahmen des Zulassungsverfahrens der CSDR erfolgen. Lediglich die ggf. zusätzlich notwendige Erlaubnis als CRR-Kreditinstitut mag ergänzend notwendig sein. Nach Artikel 16 CSDR umfasst die Zulassung nach der CSDR auch die Zulassung für die ggf. beantragte Erbringung von Wertpapierdienstleistungen unter MiFID II. Dies wird grundsätzlich über § 32 Absatz 1c KWG abgebildet. Allerdings hat § 32 Absatz 1c KWG keine Regelung für das Eigengeschäft nach § 32 Absatz 1a KWG vorgesehen. Nach unserem Verständnis ist daher § 32 Absatz 1c KWG entsprechend zu ergänzen. Dies könnte durch die Ergänzung eines Satzes 2 wie folgt umgesetzt werden:

§ 32 Absatz 1c Satz 2 KWG-E:

„Satz 1 gilt analog für die Erlaubnis zum Eigengeschäft nach Absatz 1a Satz 1.“

Die Clearstream Banking AG, der einziger Zentralverwahrer in Deutschland, befindet sich derzeit im Zulassungsverfahren nach CSDR. Der Abschluss des Verfahrens wird in 2019 erwartet. Um einen europarechtskonformen Abschluss des Zulassungsverfahrens gewährleisten zu können, erachten wir die Korrektur der bestehenden Inkonsistenz zu europarechtlichen Vorgaben über die Ergänzung des § 32 Absatz 1c KWG noch diesen Sommer für dringlich.

### **3. Eigenschaft eines Zentralverwahrers als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut bei Erbringung von Wertpapierdienstleistungen**

Im Rahmen des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes dient die Einfügung von § 2 Absatz 1 Nummer 14 und Absatz 6 Nummer 22 KWG, ausweislich der Begründung zum Gesetzentwurf, der Umsetzung des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe o der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) in der durch Artikel 71 CSDR geänderten Form. Diese sehen vor, dass ein nach Artikel 16 CSDR zugelassener Zentralverwahrer, der eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen erbringt, von bestimmten Vorgaben der MiFID II ausgenommen ist. Die Ausnahme bestimmter Vorgaben umfasst dabei unter anderem auch die Zulassungsanforderungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nach Vorgaben der MiFID II.

Die Erlaubnispflicht zum Betreiben von Bankgeschäft und Finanzdienstleistungen sowie ihre Voraussetzungen sind in § 32 Absatz 1 KWG geregelt und schließen die Zulassungspflicht nach MiFID II ein. Über die Einfügung von § 32 Absatz 1c und 1d KWG im Rahmen des Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetzes wurden die Vorgaben des Artikels 16 CSDR bezüglich der Zulassung eines Zentralverwahrers inklusive der Erbringung von Nebendienstleistungen sowie der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen grundsätzlich umgesetzt. Nach § 32 Absatz 1c und 1d KWG sind nach CSDR zugelassene Zentralverwahrer von einer gesonderten Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäft, abgesehen von der Erlaubnis zur Erbringung von Kredit- und Einlagengeschäft, nach § 32 Absatz 1 KWG befreit. Die Verankerung der Befreiung von einer gesonderten Zulassung eines Zentralverwahrers für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen über § 2 Absatz 1 Nummer 14 und Absatz 6 Nummer 22 KWG erachten wir daher als nicht zweckdienlich und inkonsistent. Die Umsetzung des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe o MiFID II ist bereits über § 32 Absatz 1c und 1d KWG vollständig erfüllt.

Ferner ist die Ausnahme von Zentralverwahrern vom Begriff der Finanzdienstleistungsinstitute über § 2 Absatz 6 Nummer 22 KWG unserer Einschätzung nach nicht sachdienlich, da die Tätigkeit als Zentralverwahrer, unabhängig von der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder dem Betreiben von Einlagen- und Kreditgeschäft, über § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 6 KWG bereits als Bankgeschäft definiert ist. Folglich sind in Deutschland zugelassene Zentralverwahrer immer zwingend ein **Kreditinstitut** nach § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 6 KWG und gelten somit ohnehin nach § 1 Absatz 1a Satz 1 KWG nicht als Finanzdienstleistungsinstitute.

Die Eigenschaft als Kreditinstitut gilt daher auch immer zwingend für solche Zentralverwahrer, die ergänzend Finanzkommissions- und Emissionsgeschäft betreiben (was nach § 32 Absatz 1c oder 1d KWG keiner spezifischen Erlaubnis nach dem KWG bedarf). Somit ist auch sachlogisch die Regelung des § 2 Absatz 1 Nummer 14 KWG unzutreffend und eine daraus folgenden „Aberkennung“ der Eigenschaft als Kreditinstitut führt zu einem Rechtskonflikt.

Unter Berücksichtigung der für die Einfügung des § 2 Absatz 1 Nummer 14 und Absatz 6 Nummer 22 KWG dargelegten Begründungen, erachten wir § 32 Absatz 1c und 1d KWG als ausreichend diesen angemessen nachzukommen. Wir möchten daher eine Streichung von § 2 Absatz 1 Nummer 14 und Absatz 6 Nummer 22 KWG anregen.

### **Schlussbemerkung**

Wir hoffen, dass diese Anmerkungen Eingang in den weiteren Gesetzgebungsprozess finden und stehen gerne für Rückfragen und ergänzende Diskussionen zur Verfügung.

Renata Bandov

Cash Market, Pre-IPO & Growth Financing

Director – Head of Section Listing & Issuer

Jürgen Hillen

Mitglied des Vorstandes

Clearstream Banking AG

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V.  
Bundesverband deutscher Banken e. V.  
Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands e. V.  
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.  
Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V.



Die Deutsche  
Kreditwirtschaft

# Stellungnahme

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Aus-  
übung von Optionen der EU-Prospektverordnung  
und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze  
sowie zum Beschluss des Bundesrats vom 8. Juni  
2018 zu diesem Entwurf

Kontakt:

Sebastian Brinschwitz  
Telefon: +49 30 20225-5376  
Telefax: +49 30 20225-5665  
E-Mail: [sebastian.brinschwitz@dsgv.de](mailto:sebastian.brinschwitz@dsgv.de)

DK-Az.: 413-EU-PROSP  
DSGV-Az.: 7108

Berlin, 11. Juni 2018

Federführer:  
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.  
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin  
Telefon: +49 30 20225-0  
Telefax: +49 30 20225-250  
[www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de](http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de)

## **A. Allgemeine Anmerkungen**

Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) begrüßt das Vorhaben der Bundesregierung, für mehr Rechtsklarheit zu sorgen, indem eine Vielzahl von Gesetzen redaktionell angepasst wird. Positiv wird auch die Nutzung von europarechtlich vorgesehenen Spielräumen gesehen.

Dies vorausgeschickt, nehmen wir zu den vorgeschlagenen Regelungen wie folgt Stellung:

## **B. Anmerkungen zu den einzelnen Vorschriften**

### **I. Artikel 1 - Änderung des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG)**

#### **1. Zu § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. - Anhebung des Schwellenwertes für die Prospektausnahme**

§ 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. normiert die bislang in § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG enthaltene Prospektausnahme für Emissionen von CRR-Kreditinstituten i.H.v. bis zu 5 Mio. Euro Verkaufspreis im Europäischen Wirtschaftsraum über einen Zeitraum von 12 Monaten (sog. Kleinemissionen). Die europäische Prospektverordnung EU 2017/1129 (Prospekt-VO) sieht in Art. 3 Abs. 2 die Möglichkeit vor, national den Schwellenwert für die Prospektfreiheit auf bis zu 8 Mio. Euro ohne Zusatzbedingungen zu erhöhen. Hiervon macht der deutsche Gesetzgeber für CRR Institute in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. gegenwärtig jedoch keinen Gebrauch.

Derzeit sieht das Wertpapierprospektgesetz für die Emission von CRR Instituten vor, dass diese bis zu einem Volumen von 5 Mio. Euro bedingungslos von der Prospektpflicht befreit sind. Dies geschieht vor dem Hintergrund einer strengeren Regulierung und Aufsicht der CRR Institute (Beachtung von KWG, WpPG, WpHG etc.).

Möchte ein CRR Institut allerdings künftig eine Emission mit einem Volumen zwischen 5 und 8 Mio. Euro begeben, müsste es zusätzliche Anforderungen erfüllen (Erstellung eines Wertpapierinformationsblatts und Beschränkung des Investitionsvolumens für Privatanleger auf 1.000 Euro (im Ausnahmefall auf 10.000 Euro); vgl. Detailausführungen in B. I. Nr. 3 & I. Nr. 5).

Die für den Emissionsbereich zwischen 5 und 8 Mio. Euro bestehenden Einschränkungen für CRR Institute sind nach unserem Dafürhalten nicht sachgerecht:

Denn auch hier gelten die identischen hohen regulatorischen Anforderungen, deren Einhaltung zudem durch die Aufsicht kontrolliert wird. Wohingegen „Nicht-CRR Institute“ weder den strengen KWG-Vorschriften noch der Aufsicht der BaFin bzw. der Prüfverbände unterliegen.

Zudem ist mit diesen Anforderungen keine echte Verbesserung im Bereich des Anlegerschutzes verbunden. So sind bereits heute für Kleinemissionen „Beipackzettel“ für Anleger zu erstellen (Produktinformationsblätter gemäß § 64 Abs. 2 WpHG). Das Produktinformationsblatt ist unabhängig von der Höhe des Emissionsvolumens zu

erstellen und den Anlegern seit vielen Jahren bekannt. Worin der Mehrwert eines neuen Informationsblatts besteht, ist nicht ersichtlich.

Auch die Einzelanlageschwellen führen nicht zu einer Verbesserung im Bereich des Anlegerschutzes. Die vorgeschlagene Systematik ist dem Vermögensanlagegesetz entlehnt. Dort hatte man das Ziel vor Augen, Anleger bei Investitionen in den (nur bedingt regulierten) grauen Kapitalmarkt zu schützen. Das seinerzeit durchaus bestehende Schutzbedürfnis der Anleger bei Investitionen in Vermögensanlagen ist aber nicht mit dem derzeit bestehenden Anlegerschutz bei Wertpapieren vergleichbar (Anleger sind im Bereich der Wertpapiere umfassend durch nationale (WpHG, WpPG) wie europäische Normen (bspw. PRIIPs-Verordnung) geschützt). Im Übrigen werden im Vermögensanlagegesetz die Einzelanlageschwellen nur dann vorgeschrieben, wenn Schwarmfinanzierungen betroffen sind. Eine vergleichbare Differenzierung gibt es in § 3c WpPG-E nicht. Hier sind alle Wertpapiere im maßgeblichen Schwellenwertbereich unterschiedlos betroffen. Im Ergebnis sind damit Vermögensanlagen besser gestellt als Wertpapiere. Anleger wären wiederum in einem Bereich in ihrer Entscheidungsfreiheit beschränkt, der sie bereits heute umfassend schützt.

Indem der Schwellenwert für § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG n.F. nicht auf 8 Mio. Euro erhöht wird, konterkarriert nicht zuletzt auch das Ziel der Kapitalmarktunion, insbesondere auch kleinen Instituten den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern. Denn die neuen Anforderungen tragen weder zum Abbau von Bürokratie noch zu Kostensenkung bei.

**Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns ausdrücklich für die Anhebung des Schwellenwertes in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG im Einklang mit Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO auf 8 Mio. Euro aus.**

## **2. Zu § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 und Nr. 6 WpPG n.F. - Gleichlauf der Terminologie**

Der europäische Gesetzgeber stellt sowohl in der ProspektRL (Art. 1 Abs. 2 lit. h) 2003/71/EG) als auch in der Prospekt-VO (Art. 3 Abs. 2) auf die Begrifflichkeit des *Gesamtgegenwertes* ab. In § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG (aktuelle Fassung) ist hingegen die Rede vom *Verkaufspreis*. Dass der deutsche Gesetzgeber einen inhaltlichen Unterschied zwischen diesen Begrifflichkeiten gemacht hat bzw. aktuell macht, ist nicht ersichtlich. **Daher regen wir an, den Wortlaut anzupassen, um Missverständnisse bei der Umsetzung zu vermeiden.**

## **3. Zu § 3a WpPG-E - Einführung eines Wertpapierinformationsblatts**

Die Gewährleistung von Transparenz für Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtwert unter 1.000.000 EUR über einen Zeitraum von zwölf Monaten i.S.v. Art. 1 Abs. 3 Unterabs. 2 Prospekt-VO ist im Sinne des Anlegerschutzes grundsätzlich nachvollziehbar. Aus Sicht der DK wäre es indes nicht zielführend, diese Anforderung mit der Neueinführung eines Wertpapier-Informationsblatts in § 3a WpPG-E als Bedingung für die Nutzung der neuen Prospektausnahme zu beantworten.

Neben den bereits bestehenden und in der Praxis umgesetzten Kurzinformationsdokumenten für Wertpapiere nach europäischem und deutschem Recht (Basisinformationsblatt nach Art. 4 PRIIP-VO, Produktinformationsblatt nach § 64 Abs. 2 WpHG i.V.m. § 4 WpDVerOV, Prospektzusammenfassung nach Art. 7 Prospekt-VO) würde ein weiterer Typus eines Informationsdokuments mit – für Wertpapiere – wiederum eigener Logik und



eigenen formalen und materiellen Anforderungen eingeführt, der teilweise deutlich von den bestehenden anderen Kurzinformativsdokumenten abweicht. So soll das neue Informationsdokument bestimmte Informationen zum Emittenten der Wertpapiere enthalten, beispielsweise zu den relevanten Risiken, während entsprechende Angaben weder für das Produktinformationsblatt noch für das Basisinformationsblatt vorgeschrieben sind. Zugleich ordnen die vorgeschlagenen Vorgaben für das Wertpapier-Informationsblatt, parallel zu den beiden vorgenannten Informationsdokumenten, eine strenge Seitenbegrenzung auf drei Seiten an, wogegen die Prospektzusammenfassung nach der Prospekt-VO, welche ebenfalls Informationen zum Emittenten mit einschließt, aus guten Gründen eine wesentlich höhere Seitenzahl vorsieht. Und nicht zuletzt wird mit dem Wertpapier-Informationsblatt eine in dieser Form noch nicht gekannte Haftungsregelung verbunden.

Dabei wird dem Anlegerschutz durch die bereits bestehenden Kurzinformativsdokumente in hinreichendem Maße Rechnung getragen. Die Einführung eines weiteren Kurzinformativsblattes dürfte den Anleger vielmehr verunsichern. Damit sehen wir die in der Gesetzesbegründung für die vorgeschlagenen Regelungen angenommene Erfüllung des Anlegerschutzes im Ergebnis zumindest als fraglich an. Aus diesen Gründen wäre es sachgerecht und vor dem Hintergrund des Spielraums aus Art. 1 Abs. 3 Prospekt-VO ebenfalls möglich, kein zusätzliches Kurzinformativsdokument zu normieren.

**Zumindest aber regen wir im Sinne der genannten Verhältnismäßigkeitserwägungen an, bei zusätzlichen Anforderungen deutlich stärker die bereits vorhandenen Typen von Kurzinformativsdokumenten zu berücksichtigen.** Das Ergebnis eines hinreichenden Schutzes des Anlegers ließe sich jedenfalls auch durch eine Erklärung der Gleichwertigkeit des Produktinformationsblattes nach § 64 Abs. 2 WpHG i.V.m. § 4 WpDVerOV mit dem Wertpapier-Informationsblatt in § 3a Abs. 1 WpPG-E erzielen, wie es der Gesetzgebungsvorschlag begrüßenswert in § 3a Abs. 1 WpPG-E schon für das Basisinformationsblatt gemäß PRIIP-VO vorsieht. Die Nutzung des bisher aus dem WpHG bekannten Formats würde bei gleichwertigem Schutzniveau den Umsetzungsaufwand für die Marktteilnehmer deutlich reduzieren, da auf bereits bestehende Dokumentationen abgestellt werden könnte.

#### **4. Zu §§ 22a ff. WpPG-E – Einführung eines Wertpapierinformationsblatts - Haftungsregelungen**

Die für das neue Dokument vorgesehenen Haftungsregeln sind sehr stark an die Vorschriften zur Prospekthaftung angelehnt, ohne aber die Limitierung auf drei Seiten zu berücksichtigen. Zwar soll für die Vollständigkeit der Angaben nicht gehaftet werden. Es fehlt aber – anders als selbst bei der deutlich umfangreicheren Prospektzusammenfassung – ein umfassenderes Informationsdokument (wie der Prospekt), mit dem das Wertpapier-Informationsdokument haftungseinschränkend zusammen gelesen werden könnte. Das Wertpapier-Informationsblatt kann mit nur drei Seiten nicht dem Anspruch gerecht werden, die für die Beurteilung der angebotenen Wertpapiere wesentlichen Angaben zu enthalten, ohne dass diese schon aufgrund der Umfangsbegrenzung Gefahr laufen, irreführend zu sein. Dem Anlegerschutz dient dies nicht. Es ist zudem von einem erheblichen Risiko auszugehen, dass das Vorliegen irreführender Angaben in Klagen auch dann geltend gemacht wird, wenn bestimmte Informationspunkte nur kurz behandelt werden und es dann an weiterführenden Angaben fehlt. Es erscheint unter diesen Umständen schwer vorstellbar, dass sich ein Anbieter auf diese Haftung einlässt

und an einer solchen Transaktion mitwirkt. Auch Emittenten werden einem erheblichen Haftungsrisiko ausgesetzt, so dass sie von der Nutzung dieser Gestaltung höchst wahrscheinlich Abstand nehmen werden. Zur Vermeidung des dargestellten Haftungsrisikos wären sie gezwungen, einen vollständigen Prospekt zu erstellen. Dies würde dazu führen, dass in der Praxis in der überwiegenden Anzahl der Fälle ein Prospekt erstellt wird und der neue Typus von Informationsdokument damit weitgehend leerläuft.

**Daher sprechen wir uns dafür aus, das vorgeschlagene Haftungsregime bzgl. des Wertpapierinformationsblatts ersatzlos zu streichen. Hilfsweise sollte aber zumindest eine Klarstellung aufgenommen werden, wonach sich die Haftung nicht auf die Vollständigkeit des Wertpapier-Informationsblatts bezieht.**

## **5. Zu § 3c WpPG – Vertriebsrestriktion bzgl. nicht qualifizierter Anleger**

§ 3c WpPG sieht eine Beschränkung der Prospektausnahme von § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG vor. Danach soll bei Wertpapieren, die einen Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum von 1 Mio. Euro oder mehr haben, nur dann die Prospektausnahme greifen, wenn die Wertpapiere bei der Veräußerung an nicht qualifizierte Anleger ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDU) vermittelt werden. Zudem hat das WpDU zu prüfen, dass der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die der nicht qualifizierte Anleger erwerben möchte, einen bestimmten Schwellenwert nicht übersteigt. Entsprechend der Gesetzesbegründung soll hiermit der Gleichlauf zu § 2a Abs. 3 VermAnlG hergestellt werden. Dort existieren für sogenannte Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding) bestimmte Einzelanlageschwellen, die dem Schutz der Anleger dienen.

Diese neue Anforderung sehen wir vor dem Hintergrund der folgenden Erwägungen ausgesprochen kritisch:

### **a) Keine Verbesserung des Anlegerschutzes**

Zwar begrüßt die DK nach wie vor die Reglementierung in § 2a VermAnlG, da mit den Crowdfundingprojekten erhebliche Risiken einhergehen. Insbesondere erscheint uns die Implementierung der Einzelanlageschwellen in § 2a VermAnlG angemessen zu sein, um dem Entstehen von Klumpenrisiken sowohl beim Anleger als auch beim Emittenten vorzubeugen (vgl. BT-Drs 18/3994, S. 41).

Gleichwohl sind wir der Überzeugung, dass eine pauschale Übertragung dieser Regelung in das WpPG den Anlegerschutz nicht verbessert. Denn die Emission und der Vertrieb (sowohl im Beratungs- als auch beratungsfreien Geschäft) von Wertpapieren unterliegt bereits einer umfassenden und engmaschigen Regulierung. Vergleichbar riskante Sachverhalte, wie beim Investment in Crowdfundingprojekte, bestehen hier nicht. Durch die unterschiedslose Begrenzung der Investitionshöhe in § 3c WpPG auf alle Wertpapiere, nimmt der Gesetzgeber erheblichen Einfluss auf die Entscheidungsfreiheit der Anleger. Zudem stellt die zwingend einzuholende Selbstausskunft beim Anleger einen erheblichen Mehraufwand für die Institute beim Vertrieb dar.

Die Gesetzesbegründung lässt nicht erkennen, weshalb der Gesetzgeber in diesem Bereich einen Regelungsbedarf sieht oder welche Produkte er konkret im Blick hat.

## **b) Systemfremde Vertriebsregelung**

Unterstellt man die Regelung wäre sachgerecht, so ist die Aufnahme des § 3c ins WpPG an dieser Stelle sachfremd, da das WpPG vornehmlich Vorgaben für Emittenten und keine Regelungen für vertreibende Stellen beinhaltet.

## **c) Unterschiedliche Behandlung der Anlageberatung im WpPG und WpHG**

Zudem ist unklar, welche Erwerbssachverhalte dieser Regelung letztlich unterfallen sollen. In der Gesetzesbegründung zu § 65a WpHG wird ausgeführt, dass für prospektfreie Wertpapieremissionen an nicht qualifizierte Anleger eine spiegelbildliche Norm zu § 65 WpHG i.V.m. § 2a Abs. 3 VermAnlG geschaffen werden soll.

Unklar bleibt dabei, wie mit der in § 3c WpPG aufgeführten „Anlageberatung“ umzugehen wäre. In § 65a WpHG ist nur von der Vermittlung die Rede. Die Anlageberatung ist hier hingegen nicht Regelungsgegenstand. Dieser Ansatz wäre in der Sache auch richtig. Denn liegt eine Beratung im Sinne des WpHG vor, gibt es eine Vielzahl an Pflichten, die durch das beratende WpDU zu erfüllen sind (insbesondere die Geeignetheitsprüfung). Eine zwingende Begrenzung des Anlagebetrags würde bereits nicht mit den europäischen Regelungen aus der MiFID II in Einklang stehen. Dem Anlegerschutz wird hierdurch hinreichend Rechnung getragen. Hingegen würde eine Begrenzung einen Anleger ohne zwingende Gründe in seiner Entscheidungsfreiheit einschränken.

Konsequenterweise müsste der Begriff der Anlageberatung demnach in § 3c WpPG gestrichen werden.

Wir erlauben uns darauf hinzuweisen, dass diese Ungenauigkeit bereits bei dem existierenden § 65 WpHG, der Bezug auf § 2a Abs. 3 VermAnlG nimmt, besteht.

## **d) Unklare Berechnung des „Gesamtbetrags“**

Unklar ist darüber hinaus, wie der Gesamtbetrag zu berechnen ist. Im VermAnlG (sowie in § 65 WpHG) wird auf den „Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können“ abgestellt. In § 3c WpPG sowie § 65a WpHG ist hingegen die Rede vom „Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können“. Ob damit ein Gesamtbetrag bezogen auf mehrere Emittenten oder nur ein solcher auf Einzelemittenten-Ebene gemeint ist, bleibt unklar.

**In der Gesamtschau stellt § 3c WpPG eine unverhältnismäßige Regelung dar. Deshalb sprechen wir uns für deren ersatzlose Streichung aus.**

## **II. Artikel 4 - Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)**

### **Zu § 65a WpHG-E – Streichung**

Vor dem Hintergrund der zu § 3c WpPG dargestellten Bedenken, sollte auch das zugehörige Gegenstück im WpHG ersatzlos gestrichen werden.

## **III. Artikel 8 - Änderung des Kreditwesengesetzes (KWG)**

### **1. Zu § 10 Abs. 5 KWG-E**

Institute sind angehalten, ein angemessenes Level an Verlustabsorptionsmasse vorzuhalten, die im Falle der Abwicklung des Instituts nach den europäischen Vorgaben dem Bail-in-Instrument unterzogen werden können. Die Ergänzung einer Parallelregelung für MREL-fähiges Kapital zum Ausschluss von Kündigungsrechten begrüßen wir, um die Rechtssicherheit zur Durchführung des Bail-in-Instruments zu erhöhen. Das nach der vorgesehenen Formulierung mögliche Wiederaufleben von Kündigungsrechten im letzten Jahr vor der vertraglichen Endfälligkeit sehen wir jedoch kritisch und würden geplanten EU-Vorgaben widersprechen. Nach aktuellem Stand zur Überarbeitung der MREL-Anrechnungskriterien (Art. 72a – 72c CRR-E nach dem Entwurf der EU-Kommission vom 23. November 2016 bzw. nach Allgemeiner Ausrichtung des Rates vom 25. Mai 2018) soll u. a. sichergestellt werden, dass die Verlustabsorptionsfähigkeit der Verbindlichkeit während der gesamten Laufzeit besteht und nicht durch Kündigung unterlaufen werden kann.

Wenn man eine Nichtanrechenbarkeit verneint, bestünde zumindest die Gefahr, dass der Zeitpunkt der Nichtanrechenbarkeit für deutsche Institute nach vorne verlegt würde. Die Anrechenbarkeit für die MREL-Quote endet ein Jahr vor der vertraglichen Endfälligkeit. Bei Vorliegen von Kündigungsrechten tritt hingegen der Zeitpunkt der ersten Kündigungsmöglichkeit an die Stelle des vertraglichen Fälligkeitszeitpunkts des Instruments. Bei Wiederaufleben der gesetzlichen Kündigungsmöglichkeit ein Jahr vor der vertraglichen Endfälligkeit würde die Anrechenbarkeit somit ein weiteres Jahr früher enden, also zwei Jahre vor der vertraglichen Endfälligkeit. Dies würde eine Schlechterstellung deutscher Institute gegenüber europäischen Wettbewerbern bedeuten.

Das Wiederaufleben der gesetzlichen Kündigungsrechte im letzten Laufzeitjahr wäre schließlich auch aus Gläubigersicht nur wenig sinnvoll, nachdem jede vorzeitige Rückzahlung nach Art. 72b Abs. 2 lit. k CRR-E (nach dem Entwurf der EU-Kommission vom 23. November 2016) bzw. Art. 72b Abs. 2 lit. j CRR-E (nach Allgemeiner Ausrichtung des Rates vom 25. Mai 2018) unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Abwicklungsbehörde stehen soll.

**Das Wiederaufleben der Kündigungsrechte im letzten Laufzeitjahr gefährdet die Anrechenbarkeit der Verbindlichkeiten. Zur Gewährleistung frühzeitiger Rechtssicherheit sollte das Kriterium der Restlaufzeit im Rahmen des § 10 Abs. 5 KWG-E ausgeklammert werden. Analog wurde im Rahmen der letzten Überarbeitung des § 10 Abs. 5 KWG mit Blick auf das Aufrechnungsverbot nach § 309 Nummer 3 BGB verfahren.**

## 2. Zu § 46f Abs. 6 KWG-E - Fristenkongruenz und Referenzzinssatz

Die im Regierungsentwurf vorgesehene Änderung des § 46f KWG entspricht grundsätzlich den Vorgaben des geänderten Art. 108 BRRD bzgl. des Rangs der Einlagen in der Insolvenzrangfolge. Fristenkongruenz von Zinszahlung und Referenzzinssatz sollten jedoch keine Rolle spielen bei der Frage, ob ein Schuldtitel „besser- oder schlechter gestellt“ bzw. subordiniert wird. **EONIA-Floater und CMS Floater einschließlich Kupon-Reset-Strukturen sollten folglich der Forderungsklasse „non-preferred“ zugeordnet werden.**

- EONIA-Floater: Der Zins eines EONIA-Floater wird täglich – in der Regel nachträglich – festgestellt, die Zinszahlung erfolgt jedoch in längeren Abständen (in Drei- oder Sechs-Monatsintervallen). Diese Ausgestaltung trägt nicht zur Komplexität der Bewertung eines EONIA-Floater bei. Diese sollten daher auch als „Senior Non-Preferred“ Instrumente emittierbar sein.
- Kupon-Reset-Strukturen: Kupon-Reset-Strukturen, wie sie z.B. im AT1- oder auch Tier 2-Bereich durch die CRR implizit gefordert werden, enthalten längere Festzinsperioden (üblicherweise Fünf- oder Zehn-Jahresperioden), die nach Ablauf der Perioden erneut mit einem langen Referenzzinssatz (in der Regel Fünf- oder Zehn-Jahres-Swapsatz) fixiert werden. Die Zinszahlung weicht aber auch hier von der Festsetzung des Zinssatzes ab und erfolgt in der Regel jährlich. Da Kupon-Reset-Strukturen wie ein Festsatz-Schuldtitel zu bewerten sind, ist eine erhöhte Komplexität nicht gegeben. Daher sollten sie, analog zu den Regelungen für AT1- und Tier 2-Instrumente, zwingend als „Senior Non Preferred“-Schuldtitel darstellbar sein.
- CMS-Floater (Sonderfall: Kupon-Reset-Strukturen): Der Zins eines CMS-Floaters wird regelmäßig auch als langfristiger Swapsatz definiert. Dieser Swapsatz ist aus unserer Sicht marktüblich. Eine Bewertung (insbesondere der Kupon-Reset-Strukturen, s.o.) unterliegt keiner außergewöhnlichen Komplexität.

## C. Anmerkungen zur Stellungnahme des Bundesrates (Drucksache 147/18) vom 8. Juni 2018

### I. Benachteiligung von Banken und Sparkassen im Bereich von Kleinemissionen - Zu § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E

Art. 3 Abs. 2 EU 2017/1129 räumt Mitgliedstaaten die Möglichkeit ein, Ausnahmen von der Prospektpflicht für Emissionen mit einem Emissionsvolumen von bis zu 8 Mio. Euro vorzusehen. Für § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG-E wurde dieser gesetzgeberische Gestaltungsspielraum voll ausgeschöpft. Diese erhebliche wirtschaftliche Erleichterung kommt aber ausschließlich jenen Emittenten zugute, die keine CRR Institute oder börsennotierte Emittenten sind.

Kleine Banken und Sparkassen, die regelmäßig CRR-Institute sind, betrifft aber vornehmlich § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E. Dieser hat noch nach wie vor den aktuell geltenden Schwellenwert von 5 Mio. Euro zum Gegenstand.

Die Ungleichbehandlung ist nicht nachvollziehbar. Zumal CRR Institute deutlich stärker reguliert sind, als die übrigen Emittenten.

Aus diesem Grund unterlagen sie bislang auch keinen zusätzlichen Anforderungen, wie es nunmehr für die deutlich weniger regulierten „Nicht-CRR Institute“ der Fall ist. Die Inanspruchnahme der Prospektfreiheit soll künftig mit der Erstellung von Wertpapier-Informationsblättern (§ 3a WpPG-E) sowie die Einhaltung von Einzelanlageschwellen (§ 3c WpPG-E) verknüpft sein.

Wenn nun die Schwellenwerte auf das europarechtlich zulässige Maß von 8 Mio. Euro angepasst werden, sollte jedoch zwingend die von der Bundesregierung in ihrem Entwurf vorgenommene Differenzierung zwischen streng und weniger streng regulierten Emittenten beibehalten werden. Anderenfalls würde sich die Ungleichbehandlung zwischen den Emittenten perpetuieren, da zu den bereits hohen Anforderungen für CRR Institute (z.B. kleine Banken und Sparkassen) weitere hinzukämen.

Im Übrigen verweisen wir auf unsere Ausführungen in B. I. Nr.1 der Stellungnahme.

**Der europarechtlich bestehende Spielraum sollte auch an dieser Stelle genutzt und der Schwellenwert in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E auf 8 Mio. Euro erhöht werden.**

## **II. Einführung eines weiteren Informationsblatts - Zu § 3a WpPG-E Begründung**

Die Einführung eines weiteren Informationsblatts für Wertpapiere wird kritisch gesehen und ist vor dem Hintergrund des Spielraums aus Art. 1 Abs. 3 Prospekt-VO nicht zwingend. Die Inhalte folgen einer eigenen Logik sowie eigenen formalen und materiellen Anforderungen. Anleger dürften Schwierigkeiten haben, Wertpapiere anhand des jeweils maßgeblichen Wertpapier-Informationsblatts oder WpHG-Produktinformationsblatts miteinander zu vergleichen, der Mehrwert für den Anleger ist damit fraglich.

**Grds. sprechen wir uns gegen Einführung eines zusätzlichen Kurzinformationsdokuments aus. Sollte der Gesetzgeber dieses aber für zwingend notwendig erachten, sollte zumindest die Möglichkeit eingeräumt werden, dass Emittenten auf das seit Jahren bewährte WpHG-Produktinformationsblatt zurückgreifen können (Analog der Gleichwertigkeit in § 3a Abs. 1 WpPG-E für das Basisinformationsblatt gemäß PRIIP-VO).**

**Darüber hinaus sprechen wir uns für die Streichung des vorgeschlagenen strengen Haftungsregimes bzgl. des Wertpapierinformationsblatts aus.**



### **III. Vertriebsrestriktion bzgl. nicht qualifizierter Anleger - Zu § 3c WpPG-E i.V.m. § 65a WpHG-E**

Diese Regelung soll einen Gleichlauf zur Crowdfunding-Finanzierung herstellen und damit dem Anlegerschutz dienen. Im Wertpapierbereich gibt es hierfür aber keinen Regelungsbedarf. Emittenten und vertreibende Stellen unterliegen einer umfassenden sowie engmaschigen Regulierung und Aufsicht. Es bestehen auch keine vergleichbaren Klumpenrisiken wie beim Crowdfunding. Daher gebietet auch der Anlegerschutz eine solche Regelung nicht. Vielmehr werden Anleger „entmündigt“, indem sie nicht mehr die Investitionshöhe selbst bestimmen können. Auch sieht die MiFID II keine vergleichbaren Vertriebsrestriktionen vor. Darüber hinaus würden vertreibende Stellen durch die Kundenüberprüfung mit einem erheblichen Verwaltungsaufwand belastet.

**In der Gesamtschau stellt § 3c WpPG-E eine unverhältnismäßige Regelung dar. Deshalb sprechen wir uns für dessen ersatzlose Streichung aus.**

### **IV. Anpassung der Bail-in-Haftungskaskade an europäische Vorgaben - Zu § 46f KWG-E**

§ 46f KWG setzt die in Art. 108 geänderte europäische Abwicklungsrichtlinie (BRRD) um, indem eine neue Haftungsklasse „non-preferred“ eingeführt wird. Diese Haftungsklasse wird im Falle der Abwicklung frühzeitig in Anspruch genommen und darf keine komplexen/derivativen Instrumente enthalten. Für Kapital, das im Falle einer Abwicklung schnell zur Verfügung steht (hier MREL-Kapital oder untechnisch: bail-in-fähiges Kapital), verlangen die europäischen Vorgaben und die Abwicklungsbehörden verstärkt das Vorhalten von im Nachrang stehenden Bankschuldverschreibungen oder Verbindlichkeiten, um insbesondere das Prinzip sicherzustellen, dass im Abwicklungsverfahren kein Gläubiger schlechter gestellt wird, als er es durch eine Insolvenz wäre („no creditor worse off“-Prinzip). Unerlässlich ist dabei der in § 46f Abs. 9 KWG-E in Umsetzung von Art. 108 BRRD n.F. geregelte Altbestandsschutz, wonach die seit dem 1. Januar 2017 im gesetzlichen Nachrang stehenden Bankschuldverschreibungen auch weiterhin im Nachrang, also gleichrangig (pari passu) zur neuen Haftungsklasse „non-preferred“ angerechnet werden. Eine Anpassung oder Streichung des § 46f Abs. 9 KWG-E widerspräche der Vorgabe nach Art. 108 Abs. 4 BRRD n.F., wonach die EU-Mitgliedstaaten sicherstellen sollen, dass bis zum Inkrafttreten der Neuregelung der verabschiedete Gesetzgebungsstand zum 31. Dezember 2016 gelten soll. In Deutschland entspräche letzterer § 46f KWG, zuletzt geändert in der Fassung des FMSA-Neuordnungsgesetzes vom 23. Dezember 2016. Darüber hinaus drohten deutschen Instituten gegenüber Instituten aus anderen EU-Mitgliedsstaaten Wettbewerbsnachteile, die bereits über die nach den neuen europäischen Vorgaben geforderten vertraglich nachrangigen Verbindlichkeiten für den Abwicklungsfall (Verlustabsorptionspuffer) verfügen.

**Die Anpassung des § 46f KWG an das europäische Bankaufsichtsrechts durch Einführung einer neuen Haftungsklasse ist zu begrüßen. Der im Regierungsentwurf vorgesehene Bestandsschutz für Altinstrumente muss erhalten bleiben, um Widersprüche zu den europäischen Vorgaben zu vermeiden und die Abwicklungsfähigkeit deutscher Institute nicht zu gefährden.**

HUMBOLDT-UNIVERSITÄT ZU BERLIN



HU Berlin | Juristische Fakultät | Prof. Dr. Lars Klöhn | 10099 Berlin

**Juristische Fakultät**  
**Sitz: Unter den Linden 11**

**Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)**  
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und  
Wirtschaftsrecht  
Telefon +49 [30] 2093-3573  
Telefax +49 [30] 2093-3377  
lars.kloehn@rewi.hu-berlin.de

**Postanschrift:**  
Unter den Linden 6  
10099 Berlin

**Datum:** 18. Juni 2018

## **Stellungnahme zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung**

### **Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze (BR-Drucks. 147/18)**

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung ist ein Kompromiss zwischen zwei gut begründeten, aber potenziell widerstreitenden Zielbestimmungen, nämlich einerseits der Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für kleinere und mittlere Unternehmen (KMUs) und andererseits der Gewährleistung des notwendigen Anlegerschutzes. Aus meiner Sicht handelt es sich insgesamt um einen **gut abgewogenen Kompromiss**, gegen den aus wissenschaftlicher Sicht **keine durchgreifenden Bedenken** bestehen. Dennoch meine ich, dass der Entwurf in seiner derzeitigen Fassung **unseriösen Anbietern klassischer „Graumarktprodukte“ die Tür zum Wertpapiermarkt zu weit öffnet**. Er sollte daher aus meiner Sicht geändert werden.

## I) Ausnahme von der Prospektpflicht

Gem. § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 6 WpPG-E sollen künftig alle öffentlichen Angebote von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert (Verkaufspreis) im Europäischen Wirtschaftsraum weniger als 8.000.000 € beträgt, von der Prospektpflicht ausgenommen werden, wobei diese Obergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist. Als Ersatz für den entfallenden Prospekt verpflichtet § 3a WpPG-E die Emittenten, die von dieser Ausnahme Gebrauch machen wollen, zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapier- Informationsblatts (WIB), das bei der BaFin hinterlegt werden muss und einer formalen Prüfung unterzogen wird. Zudem gilt die Ausnahme gem. § 3c WpPG-E nur, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, zu überprüfen, dass Anleger höchstens einen von ihrer Einkommens- und Vermögenslage abhängigen Betrag in die angebotenen Wertpapiere investieren. Mit dieser Regelung, die den §§ 2a, 13 VermAnlG, § 65 WpHG sowie § 16 FinVermV nachgebildet ist, macht der deutsche Gesetzgeber von der Option gem. Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO 2017 Gebrauch.

Diese **Regelung** ist meines Erachtens **zu weit**. Sie sollte auf den Bereich des **wertpapierbasierten Crowdfunding beschränkt** werden. Ich empfehle dem Finanzausschuss daher, den Normtext von § 3c WpPG wie folgt zu ändern:

„Unbeschadet der Vorgaben in § 3a und 3b ist auf ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum 1 000 000 Euro oder mehr beträgt, wobei diese Untergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist, die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 3 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 nur anwendbar, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, das und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen rechtlich verpflichtet ist, zu prüfen (...)“

### Begründung:

Die Ausnahme von der Prospektpflicht ist gut begründet, soweit es um Angebote auf Crowdfunding-Plattformen geht. Auf diesem Markt ist das Prospekterfordernis weitgehend überflüssig und angesichts seines begrenzten Nutzens jedenfalls zu kostspielig.<sup>1</sup> Das liegt vor allem daran, dass die Anleger im Internet kostengünstig Informationen über das jeweilige Angebot zusammentragen können (Gedanke der „Weisheit der Vielen“, engl. *wisdom of the crowd*). Es herrscht daher **auch ohne Prospekt eine hohe Transparenz**.

Auf den **übrigen Markt**, auf dem Wertpapiere mittels herkömmlicher Intermediärstrukturen vertrieben werden, **trifft dies nicht zu**. Dieser Markt ist vielfach intransparenter. Es besteht daher die Gefahr, dass unseriöse Anbieter klassischer „Graumarktprodukte“ die Ausnahme von der Prospektpflicht nutzen werden, um unter Einschaltung ebenso unseriöser Anlageberater oder Anlagevermittler (der sprichwörtlichen „Drückerkolonne“) Wertpapiere im Gegenwert von bis zu 8 Mio. € zu vertreiben. Konkret ist zu erwarten, dass Anbieter unverbriefter Vermögensanlagen iSd VermAnlG auf die Emission von Genussscheinen umsteigen werden, um gem. §§ 3 Abs. 2 Nr. 6, 3a, 3c WpPG-E bis zu 8 Mio. € pro Emission prospektfrei einzusammeln.

Diese Anbieter werden sich nicht durch die Pflicht zur Erstellung eines WIB abschrecken lassen, das nur in formeller Hinsicht von der BaFin überprüft wird. Die notwendige Einschaltung eines Anlageberaters und Anlagevermittlers stellt eine Hürde auf, da diese Intermediäre dem WpHG und der BaFin-Aufsicht unterliegen. Die BaFin kann jedoch schon aufgrund ihrer begrenzten Ressourcen keinen hinreichenden Schutz bieten, zumal geschickt aufgebaute Strohmann-Konstruktionen häufig nur schwer zu durchschauen sind. Schließlich lässt sich die Ausnahme von der Prospektpflicht nicht damit rechtfertigen, dass Anleger im schlimmsten Fall höchstens den Betrag verlieren, den sie gem. § 3c WpPG-E investieren dürfen. Erstens leidet die Schlagkraft dieses Schutzregimes daran, dass die Grundlage der Schwellenwertberechnung eine Selbstauskunft des Anlegers ist (und eine darüber hinausgehende Untersuchungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens

---

<sup>1</sup> Vertiefend Klöhn ZIP 2017, 2125, 2128 f.; aus englischer Perspektive *Armour/Enriques* 81(1) Mod. L. Rev. 51, 72 (2018): „mandating extensive disclosure of information by [crowdfunding] issuers (...) is likely to generate more costs than benefits“.

rechtspolitisch nicht wünschenswert ist). Zweitens dient das Prospekterfordernis nicht nur dem Anlegerschutz, sondern auch dem Schutz der Marktintegrität und der Verhinderung der Fehlallokation von Kapital. Unter diesen zuletzt genannten Gesichtspunkten ist es unerheblich, ob 8.000 Anleger je 1.000 € verlieren oder 400 Anleger je 20.000 €.

Selbstverständlich bietet auch das Prospekterfordernis keinen perfekten Schutz gegen betrügerische Anbieter. Es macht ihnen das Leben aber schwerer. Der **deutsche Gesetzgeber erkannte dieses grundsätzlich unterschiedliche Bedürfnis nach einem Prospekt** auf dem Crowdfunding- und dem sonstigen nicht börslich organisierten Kapitalmarkt, als er die Ausnahme von der Prospektpflicht gem. § 2a VermAnlG auf Crowdfunding-Plattformen („Internet-Dienstleistungsplattformen“) begrenzte. Ebenso sollte er jetzt die Prospektfreiheit für Wertpapieremissionen im Bereich zwischen 1 Mio. € und 8 Mio. € auf den Crowdfunding-Markt beschränken und es im Übrigen bei der europarechtlich vorgegebenen Ausnahme bis zu 1 Mio. € belassen. **Alternativ** könnte der Gesetzgeber die Prospektausnahme auf dem übrigen Markt zunächst auf einen **niedrigeren Betrag beschränken (zB 2,5 Mio. €)** und die Auswirkungen dieser Regelung einer **Evaluation** unterziehen, wie er dies auch im Rahmen von § 2a VermAnlG getan hat.

Die oben **vorgeschlagene Regelung** ist mit **Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO 2017 vereinbar**. Da der deutsche Gesetzgeber im Bereich zwischen 1 Mio. € und 8 Mio. € einen Prospekt für sämtliche Wertpapieremissionen verlangen könnte, bleibt es ihm unbenommen, lediglich bestimmte Marktsegmente wie das Crowdfunding von dem Prospekterfordernis auszunehmen. Eine EU-weite Regulierung des Crowdfunding-Marktes existiert derzeit nicht.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Die Kommission hat am 8.3.2018 den Entwurf einer Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen veröffentlicht [KOM(2018) 113 endg.]. Dieser Entwurf regelt jedoch nicht die Ausnahme von der Prospektpflicht, sondern vor allem die Verhaltenspflichten von Crowdfunding-Dienstleistern. Er gilt in seiner derzeitigen Fassung zudem nur für juristische Personen, die sich entscheiden, eine Zulassung als EU-weiter Crowdfunding-Dienstleister zu beantragen (Art. 2 Nr. 1 VO-E).

## II) Kein Einfluss des Emittenten auf den Intermediär

§ 2a Abs. 5 VermAnlG sieht vor, dass Angebote von Vermögensanlagen dann *nicht* prospektfrei sind, wenn der Emittent unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss auf die Crowdfunding-Plattform ausüben kann, die die Vermögensanlagen vermittelt.

Der vorliegende Gesetzesentwurf enthält keine vergleichbare Vorschrift. Dies ist sehr ungünstig. Einer der wesentlichen Korrekturmechanismen, mit denen die Ausnahme von der Prospektpflicht gerechtfertigt wird, ist die Vorstellung, dass **Anlageberater oder -vermittler als „Torwächter“ (*gatekeepers*) unseriösen Anbietern den Zugang zum Wertpapiermarkt versperren** (s.o.). Dieses Korrektiv entfällt, wenn der Emittent maßgeblichen Einfluss auf den Intermediär ausüben kann.

Ich schlage daher vor,

dass der Gesetzgeber eine § 2a Abs. 5 VermAnlG entsprechende Bedingung in § 3a WpPG-E einfügt.

Diese Regelung würde es der BaFin ermöglichen, ein prospektfreies Angebot von Wertpapieren zu untersagen, wenn sie den begründeten Verdacht hat, dass die Wertpapiere von einem Intermediär vertrieben werden, der unter dem maßgeblichen Einfluss des Emittenten steht. Zudem würden Emittenten gem. § 24 WpPG – d.h. verschuldensunabhängig – haften, wenn sich herausstellen würde, dass sie maßgeblichen Einfluss auf den Intermediär hatten und das Angebot daher prospektpflichtig war. Dies würde Emittenten einen starken Anreiz geben, keine Intermediäre einzuspannen, bei denen die Gefahr einer Interessenverschränkung besteht.





Stefan Loipfinger · Heilig-Geist-Straße 17 · 83022 Rosenheim

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Vorsitzende Bettina Stark-Watzinger

per Mail: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

Stefan Loipfinger  
Heilig-Geist-Straße 17  
D-83022 Rosenheim  
Telefon: 08031/9016500  
Fax: 08031/9016507  
[info@investmentcheck.de](mailto:info@investmentcheck.de)  
[www.investmentcheck.de](http://www.investmentcheck.de)

Rosenheim, 11. Juni 2018

## **Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ (BT-Drucksache 19/2435)**

Sehr geehrte Frau Stark-Watzinger,  
sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

Sie haben mich als Sachverständigen für die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses am 13. Juni 2018 geladen. Hierzu möchte ich vorab nachfolgende Stellungnahme abgeben:

### **Vorbemerkung:**

Das Gesetz muss einen Ausgleich zwischen den Interessen der Finanzindustrie im Sinne vereinfachter Vorschriften zur Emission von Wertpapieren und dem Schutz von Anlegern herstellen. Dies gelingt in wesentlichen Teilen nicht, da der Schutz von Anlegern in vielen Regelungen nicht ausreichend berücksichtigt und den Interessen der Finanzindustrie untergeordnet wird.

### **Zu Artikel 1 (Änderung des Wertpapierprospektgesetzes) §3c WpPG-E:**

Hier soll eine Vorschrift erlassen werden, die Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger schafft. Diese gelten immer dann, wenn „die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden“. Das soll dem Schutz von Anlegern dienen, was aber in Bezug auf die reine Anlagevermittlung nicht greift. Ein Arzt darf keine rezeptpflichtigen Medikamente auf Patientenwunsch ohne eingehende Untersuchung verschreiben. Das ist keine Bevormundung, sondern dient dem Patientenschutz und dem Wohl der Allgemeinheit. Die Vermittlung komplexer und risikobehafteter Wertpapiere erfordert ebenfalls die an eine ordnungsgemäße Anlageberatung gestellten Anforderungen. Ich empfehle deshalb dringend, den Zusatz „oder Anlagevermittlung“ ersatzlos zu streichen, um gerade die bei prospektlosen Emissionen niedrigeren schriftlichen Aufklärungen in einem Wertpapierprospekt auszugleichen.

Bezüglich der an das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) angelehnten „Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger“ ist zu beachten, dass dort im Jahr 2017 im Durchschnitt rund 2.000

Euro pro Anleger investiert wurden.<sup>1</sup> Die nur in begründeten Ausnahmefällen erlaubte Überschreitung der Grenze von 1.000 Euro wird also von einer Vielzahl von Investoren genutzt, was für eine sehr lockere Überprüfung der Ausnahmetatbestände durch die Dienstleistungsplattformen spricht. Auch deshalb wäre es empfehlenswert, den Tatbestand der Anlagevermittlung auszu-schließen.

Übrigens: Im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) wird zum Schutz von nicht qualifizierten Anlegern bei Alternativ Investmentfonds (AIF) ein Mindestanlagebetrag von 20.000 Euro definiert. Die nun auf das WpPG vom VermAnlG übertragene Schutzvorschrift in Form von Anlagehöchstbeträgen wird dort argumentativ komplett konträr verwendet. Konsequenz wäre es, die sinnvollere Argumentation von Einzelanlagenhöchstbeträgen auch auf andere Anlageformen wie AIF zu übertragen.

### **Zu Artikel 1 (Änderung des Wertpapierprospektgesetzes) §3 WpPG-E:**

Eine geplante wesentliche Änderung betrifft die Prospektfreiheit von Wertpapieremissionen im Europäischen Wirtschaftsraum bis zu einem Betrag von 8 Millionen Euro (innerhalb eines Zeitraumes von 12 Monaten). Dieser Betrag weicht gravierend von dem im Vermögensanlagegesetz definierten Höchstbetrag für prospektfreie Schwarmfinanzierungen von 2,5 Millionen Euro ab. Außerdem ist dort keine Zeitraumbegrenzung auf zwölf Monate enthalten, so dass die Grenze für alle Emissionen pro Emittent in Summe gilt (selbst zurückbezahlte Emissionen werden mitgezählt).

Deshalb ist es überhaupt nicht nachvollziehbar, warum die Bundesregierung den von der EU gesteckten Rahmen von 1 bis zu 8 Millionen Euro komplett ausschöpfen will. In einem Evaluierungsbericht zu den Ausnahmen im VermAnlG hat der Finanzausschuss des Bundestages im April 2017<sup>2</sup> noch von einer Prospektfreiheit für Wertpapiere in Höhe von 1 Million Euro gesprochen. Aufgrund entsprechender Missbrauchsgefahren wurde sogar darüber nachgedacht, die Prospektfreiheit für Immobilienfinanzierungen über den Schwarm von bis zu 2,5 Millionen Euro komplett aufzuheben. Am Ende der Debatten wurde der Schwellenwert von 2,5 Millionen Euro unter dem Vorbehalt einer weiteren Beobachtung beibehalten. Deshalb ist es nicht nachvollziehbar, warum für Wertpapiere jetzt plötzlich eine Prospektfreiheit bis 8 Millionen Euro eingeführt werden soll. Gepaart mit dem Zeitraum von 12 Monaten kann ein Emittent innerhalb von 10 Jahren bis zu 80 Millionen Euro Anlegerkapital ohne Prospekt einsammeln. Auch im Sinne einer durchgängigen und damit klareren Gesetzgebung wäre es dringend zu empfehlen, die im VermAnlG verankerte Höchstgrenze von 2,5 Millionen Euro auch auf Wertpapiere zu übertragen.

### **Wertpapier-Informationsblatt**

Wesentlicher Inhalt des Gesetzesentwurfs ist die Schaffung eines Wertpapier-Informationsblattes (WIB). Der Inhalt dieses 3-seitigen Blattes ist an das im VermAnlG definierte Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) angelehnt. Ein Anleger muss die darin enthaltenen Informationen verstehen können, ohne hierfür zusätzliche Dokumente heranziehen zu müssen (§3a Absatz 7 WpPG-E).

<sup>1</sup> Loipfinger, Stefan, Februar 2018, Achtung, Anlegerfallen!, Finanzbuchverlag, Seite 233, Abbildung 56: Durchschnittliche Zeichnungssumme pro Anleger bei Schwarmfinanzierungen

<sup>2</sup> <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2017/05/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-4-Evaluierung-Befreiungsvorschriften-Vermögensanlagegesetz.html>

Die Praxis bei VIBs zeigt hingegen, dass dies reines Wunschdenken ist. Viele VIBs sind ohne weitere Unterlagen keinesfalls ausreichend, um die für eine Anlageentscheidung wesentlichen Informationen zu erhalten (ständige Rechtsprechung). An dem Ergebnis einer Studie der Stiftung Warentest und dem Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), wonach die Inhalte der meisten VIBs als mangelhaft einzustufen sind<sup>3</sup>, hat sich bis heute nichts verändert.

Jede Abgeordnete und jeder Abgeordnete des Deutschen Bundestages ist gerne dazu eingeladen, den Praxistest zu machen. Ohne Heranziehung weiterer Unterlagen ist es mit am Markt verfügbaren VIBs nicht möglich, eine qualifizierte Anlageentscheidung zu treffen. Gleiches wird mit den neu einzuführenden WIBs passieren, wenn nicht die individuellen Charakteristiken eines Angebotes als Inhalt vorgeschrieben werden.

Noch mehr berührt es die Vergleichbarkeit verschiedener Angebote. Häufig von Juristen formulierte Standardfloskeln verhindern bei VIBs in der Praxis eine Vergleichbarkeit. „Der Erfolg einer Kapitalanlage kann besser als erwartet oder auch schlechter ausfallen.“ Das sind allgemein zutreffende, richtige Aussagen, die aber weder der Individualität eines Produktes noch der Vergleichbarkeit verschiedener Angebote gerecht werden. Auch die Beschreibung der mit dem Wertpapier verbundenen Risiken wird Anlegern nicht helfen, wenn nicht gleichzeitig eine Einordnung der beschriebenen Risiken nach ihrer Wahrscheinlichkeit und ihrer Wirkung erfolgt.

Die in §3a Absatz 3 Nummer 6 WpPG-E geforderten „Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen“ laufen in der Praxis bei VIBs (ähnlich bei WAIs von AIF nach KAGB) völlig ins Leere, wenn die Berechnungen nicht nachvollzogen werden können. Zwar wird in der Begründung des Gesetzesentwurfes gefordert: „Die Annahmen, die den Szenarien jeweils zugrunde liegen, müssen offengelegt werden.“ Doch was hilft das, wenn man die Berechnungen dazu nicht kennt? Es geht nicht nur um die theoretischen Annahmen, sondern vielmehr um die daraus folgenden Zahlungsströme. Diese müssen ebenfalls wie die theoretischen Annahmen offengelegt werden, damit die beschriebenen „Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen“ Aussagekraft erlangen. In die Gesetzesbegründung sollte also neben den theoretischen Annahmen auch noch die Offenlegung der Berechnungen gefordert werden.

Bezüglich der in Nummer 7 geforderten Beschreibung der Kosten und Provisionen sollte die Gesetzesbegründung den Bezug zu aktuellen Vorgaben zur Kostenbeschreibung benennen. Welche Kosten gegenüber einem Kunden offengelegt werden müssen, sind in der EU-Verordnung 565/2017 beschrieben. Darauf verweist auch Paragraph 63 Absatz 7 Wertpapierhandelsgesetz. Einem Anleger müssen die Gesamtkosten sowie die kumulative Wirkung auf die Rendite seiner Anlage verdeutlicht werden. Was in die Gesamtkosten einzubeziehen ist, wird im Anhang II der EU-Verordnung beschrieben. Genau darauf sollten auch die Kostenbeschreibung im WIB, VIB, WAI oder anderen Dokumenten basieren. Vor allem die Wirkung der Gesamtkosten muss einem Anleger verdeutlicht werden.

---

<sup>3</sup> <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/studie-verbraucherschutz-bei-vermoegensanlagen-mangelhaft>

### **Berichtspflichten**

Analog dem VermAnlG soll im WpPG auch ein Hinweis auf den letzten Jahresabschluss des Emittenten und ggf. des Garanten gegeben werden. Absolut korrekt wird dazu in der Gesetzesbegründung aufgeführt, dass der letzte Jahresabschluss für den Anleger eine „wichtige Informationsquelle zur Einschätzung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten“ ist. Es handelt sich damit um eine „Grundlage für eine informierte Anlageentscheidung“. Gleiches gilt für einen eventuellen Garantiegeber.

Anders als im VermAnlG wird allerdings für Berichtspflichtige nach dem geplanten WpPG-E keine auf sechs Monate nach dem Geschäftsjahresende verkürzte Veröffentlichungsfrist vorgegeben (§26 Absatz 1 VermAnlG). Auch die im Absatz 2 VermAnlG definierte Nichtanwendung größenabhängiger Erleichterungen für kleine Kapitalgesellschaften sollte im WpPG aufgenommen werden.

Zwingender Handlungsbedarf besteht diesbezüglich auch bei der Kontrolle der Einhaltung der Berichtspflichten. Die Praxis zeigt, dass leider 95% der Emittenten von Vermögensanlagen ihren Berichtspflichten nicht ordnungsgemäß nachkommen. Durch die Einbeziehung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, dem Betreiber des Bundesanzeigers und dem Bundesamt für Justiz bleiben aufgrund unzureichender Zuständigkeitszuordnungen Verstöße ohne Sanktionen. Deshalb wäre für das WpPG eine klare Zuordnung der Verantwortung auf die BaFin empfehlenswert. Für das KAGB und das VermAnlG sollte ebenfalls die Kontrolle der Berichtspflichten mit entsprechenden Befugnissen für das Verhängen von Ordnungsgeldern auf die BaFin übertragen werden.

### **Veröffentlichungspflicht von Verkaufsdokumenten**

In §11 Absatz 3 VermAnlG ist geregelt, dass Verkaufsprospekte von Vermögensanlagen bis zur vollständigen Tilgung zugänglich zu machen sind. Es ist nicht nachvollziehbar, warum für VIBs und WIBs nur eine Veröffentlichung während der Platzierung zu fordern ist. Sofern das VIB oder WIB aufgrund von Prospektfreiheitsgrenzen das wesentliche Verkaufsdokument ist, sollte diese Transparenzanforderung für Verkaufsprospekte bis zur vollständigen Tilgung der Anlage auch für VIBs und WIBs gelten.

### **Nicht ausreichender Anlegerschutz**

Neben den bereits beschriebenen konkreten Anmerkungen zum Gesetzesentwurf zeigt der aktuelle Skandalfall um den Containeranbieter P&R, wie wichtig weitere Erhöhungen des Anlegerschutzes sind. Der Münchner Anbieter verwaltet 3,5 Milliarden Euro Anlegerkapital, von dem mindestens 2,5 Milliarden Euro verschwunden sein dürften. Statt 1,6 Millionen Standardcontainer existieren laut den vorläufigen Insolvenzverwaltern nur 600.000 Boxen. Eine Million Container wurden entweder nie angeschafft oder ohne Zustimmung der Eigentümer zum Stopfen von Finanzlöchern verkauft. Die Regeln des Vermögensanlagengesetzes konnten diesen Skandal nicht verhindern. Von der BaFin gestattete Verkaufsprospekte enthalten nicht beanstandete Widersprüche und erfüllen die gesetzlich definierten inhaltlichen Vorgaben an Verkaufsprospekte nicht. Wie die Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage an die Bundesregierung (BT-Drucksache 19/1788) offenbart, hat die BaFin trotz weitreichender Auskunfts- und Verbotsrechte nichts davon genutzt. Der seit 2015 als Auftrag an die BaFin übertragene „kollektive Verbraucherschutz“ ist in der täglichen Arbeit noch lange nicht angekommen. Nachfolgende Vorschläge könnten deutliche Verbesserungen beim Anlegerschutz bewirken, weshalb dringend Diskussionen über weitere Maßnahmen anzuraten sind.

- **Volumensbegrenzung VermAnlG**

P&R konnte trotz eines verwalteten Anlegerkapitals von 3,5 Milliarden Euro ohne weitergehende Zulassungs- und Aufsichtspflichten der BaFin operieren. Im KAGB ist mehrfach ein Volumen von 100 Millionen Euro als Grenze für bestimmte Regulierungsstufen formuliert. Das VermAnlG sollte als regulierungsärmere Zugangsmöglichkeit zum Kapitalmarkt so ausgestaltet werden, dass Anbieter ab einem Volumen von mehr als 100 Millionen Euro immer als zulassungspflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaft im deutlich weitergehend regulierten KAGB operieren müssen.

- **Keine Ausnahmen**

Das VermAnlG bezieht in §1 Absatz 2 Nummer 7 alle sonstigen Anlagen ein, „die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen“. Da die Aufsichtsbehörde BaFin diese Vorschrift leider sehr eng auslegt, sollte eine etwas weitere Definition gefunden werden, um alle Anlageprodukte zu erfassen, bei denen der Kapitalanlageaspekt im Vordergrund steht. Kein Direktinvestment und keine Anlageform außerhalb anderer Vorschriften für Finanzinstrumente darf ohne jegliche gesetzliche Vorgaben Geld bei Anlegern einsammeln. Einzige Ausnahmen dürfen nur bewusst vom Gesetzgeber definierte Vehikel sein (z.B. Genossenschaften wie in §2 VermAnlG definiert).

- **Rezeptpflicht**

Vermögensanlagen und diverse weitere Finanzinstrumente bergen erhebliche Risiken für Anleger. Fehlgeleitetes oder leichtfertiges Handeln von Anlegern kann Existenzen zerstören und belastet in diesen Fällen soziale Absicherungssysteme. Wie in anderen Bereichen des täglichen Lebens üblich, sollte deshalb auch im Finanzbereich für Produkte ab einer bestimmten Risikostufe eine Art Rezeptpflicht eingeführt werden. Zum Beispiel Vermögensanlagen sollten nur im Wege einer Anlageberatung gezeichnet werden können. Da ein Anlageberater durch entsprechende Qualifikationsnachweise ausreichend Know-how nachweisen muss, bei Fehlern über eine Vermögensschadenhaftpflicht abgesichert ist und jegliche angebotene Produkte einer Plausibilitätsprüfung unterziehen muss, wäre eine gewisse qualitative Marktzugangsbarriere installiert. Opiode Schmerzmittel dürfen nur von einem Arzt verschrieben werden. Ein rezeptfreier Verkauf durch Apotheken ist ähnlich unsinnig wie eine reine Vermittlung hoch risikobehafteter Vermögensanlagen.

- **Tragfähigkeitsgutachten**

Von Bündnis 90/Die Grünen wurde die Forderung nach einem Tragfähigkeitsgutachten gestellt. Eine solche Vorgabe könnte Schneeballsysteme und schneeballähnliche Systeme mit einer Abhängigkeit vom Neugeschäft verhindern. Wichtig wäre allerdings, dass der Gutachter nicht durch den Anbieter beauftragt wird, sondern durch eine unabhängige Stelle. Das könnte zum Beispiel die BaFin sein, die solche Gutachten auf Rechnung des Anbieters an dafür geeignete Organisationen vergibt. Über diesen Zwischenschritt der Auftragsvergabe entsteht ein Wettbewerb in Richtung Qualität der Gutachten und nicht, wie bei vom Anbieter vergebenen Aufträgen, in Richtung bestes Ratingergebnis.

- **Unabhängige Produktinformationsstelle**

Noch einen Schritt weiter geht die Überlegung, die im Bereich von Riester- und Rürup-Produkten installierte Produktinformationsstelle Altersvorsorge PIA als gemeinnützige GmbH auch für Produkte des grauen Kapitalmarktes zu installieren. Dabei geht es natürlich nicht



darum, Marktrisiken auszuschließen. Vielmehr sollen durch eine solche Stelle vergleichbare und transparente Informationen sichergestellt werden, wie sie auch heute bereits gesetzlich in der Theorie gefordert sind. Die Praxis scheitert leider an eigenwilligen Auslegungen der Anbieter/Emittenten, was eine neutrale und nur gemeinnützig tätige Gesellschaft verhindern könnte.<sup>4</sup>

- **Provisionsgetriebenes Vertriebssystem**

Langfristig wird Deutschland nicht umhin kommen, das Prinzip der Vergütung von Finanzberatern zu verändern. Eine Finanzberatung darf nicht mehr vom Produktanbieter bezahlt werden. Nur ein Provisionsverbot kann den Wettbewerb von vertrieboptimierten Produkten in ein anlegerorientiertes Qualitätsstreben umwandeln.<sup>5</sup> Zahlreiche Beispiele in anderen Ländern zeigen, dass die Qualität der Finanzberatung enorm steigt und indirekt auch die Qualität der Finanzprodukte zunimmt. Im Falle von Großbritannien bestätigt das ein Bericht der britischen Finanzaufsichtsbehörde Financial Conduct Authority.<sup>6</sup> In der Studie wurde ausführlich untersucht, wie sich das seit 2013 gültige Provisionszahlungsverbot gemäß Retail Distribution Review (RDR) auswirkt. Das Ergebnis ist klar positiv. Das „Executive Summary“ konstatiert eine Erhöhung der Professionalität in der Finanzindustrie. Gelobt werden die Verbesserung der Transparenz sowie das Ende des Interessenskonflikts aus einem provisionsgeleiteten Vertriebsmodell: „The move to fee-based advice on retail investment products has improved transparency and ended conflicts of interest caused by a mainly commission-driven model.“ Nach fünf Jahren Erfahrung hat sogar die Finanzbranche ihre anfängliche Ablehnung geändert. Beispielsweise Christian Nuschele von Standard Life Deutschland zieht ein erfreuliches Fazit: „Die für Kunden und Makler überwiegend positiven Folgen werden immer offensichtlicher.“<sup>7</sup>

Sehr geehrte Frau Stark-Watzinger, sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses, ich freue mich schon auf die Diskussion im Rahmen der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses am 13. Juni 2018 und hoffe, durch diese Stellungnahme einen Beitrag zur sinnvollen Weiterentwicklung des Kapitalmarktes geliefert zu haben.

Mit freundlichen Grüßen



Stefan Loipfinger

<sup>4</sup> Loipfinger, Stefan, Februar 2018, Achtung, Anlegerfallen!, Finanzbuchverlag, Seite 85ff., Innovationsschub

<sup>5</sup> Loipfinger, Stefan, Februar 2018, Achtung, Anlegerfallen!, Finanzbuchverlag, Seite 28ff., Zeit für einen Systemwechsel

<sup>6</sup> Financial Conduct Authority, 2016, Financial Advice Market Review – Final Report, Seite 5, <https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/financial-advice-market-review-final-report>

<sup>7</sup> Nuschele Christian, 10. Januar 2017, Gastbeitrag für Cash-Online, Regulierung made in UK: Vorbild für den deutschen Vermittlermarkt?, <https://www.cash-online.de/berater/2017/regulierung-uk-vermittlermarkt/356779>





**UNIVERSITÄT  
LEIPZIG**

Universität Leipzig, Juristenfakultät, Postfach 100920, 04081 Leipzig

Juristenfakultät  
**Lehrstuhl für Bürgerliches  
Recht, Deutsches und  
Internationales  
Wirtschaftsrecht**  
Prof. Dr. Dörte Poelzig,  
M.jur. (Oxon)

Bearbeiterin: Prof. Dr. Dörte  
Poelzig  
Telefon 0341 97-35340  
Telefax 0341 97-35349  
doerte.poelzig@uni-leipzig.de

13. Juni 2018

**Universität Leipzig**  
Juristenfakultät  
**Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,  
Deutsches und Internationales  
Wirtschaftsrecht**  
Burgstraße 27  
04109 Leipzig

**Telefon**  
+49 341 97-35340

**Fax**  
+49 341 97-35349

**E-Mail**  
doerte.poelzig@uni-leipzig.de

**Web**  
<https://wirtschaftsrecht.jura.uni-leipzig.de>

## **Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung**

### **Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU- Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze**

**– BT Drucksache 19/2435 –**

**Öffentliche Anhörung des Ausschusses für Finanzen des  
Deutschen Bundestages am 12. Juni 2018, 15.-17.15 Uhr**

Kein Zugang für elektronisch  
signierte sowie für verschlüsselte  
elektronische Dokumente

<b>A. Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers nach der EU-Prospektverordnung .....</b>	<b>3</b>
<b>B. Ausübung der Optionen gem. Art. 1 Abs. 2; 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung .....</b>	<b>4</b>
I.    Prospektbefreiung nach § 3 II 1 Nr. 5 WpPG-E .....	4
1)    Befreiung bei öffentlichem Angebot iSd. § 3 I WpPG .....	4
2)    Einheitliche Verwendung des Begriffs „Gesamtgegenwert“ .....	4
3)    Beschränkung der Befreiung auf 5 Mio. € .....	4
4)    Beschränkung auf börsennotierte Emittenten .....	5
II.   Prospektbefreiung nach § 3 II 1 Nr. 6 WpPG-E .....	5
1)    Anwendungsbereich gem. § 3a WpPG-E .....	5
a)    Angebote bis 1 Mio. € .....	6
b)    Angebote zwischen 1 Mio. und 8 Mio. € .....	6
2)    Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger gem. § 3c WpPG-E .....	6
a)    Beschränkung der Einzelanlageschwellen auf nicht qualifizierte Anleger .....	7
b)    Zeichnungsgrenzen .....	8
3)    Form und Inhalt des Wertpapier-Informationsblatts (§ 3a III WpHG-E) .....	9
4)    Haftung bei Fehlen des Wertpapier-Informationsblatts .....	10
5)    Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 64 WpHG-E .....	10
a)    Neuformulierung nach Änderungsantrag vom 11. Juni 2018 .....	10
b)    Verhältnis zum standardisierten Produktinformationsblatt gem. § 64 II 3 WpHG-E .....	11
6)    Kein Widerrufsrecht .....	12
<b>C. Flexibilisierung des Sprachenregimes .....</b>	<b>12</b>

Mit dem vorliegenden Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze (BT Drucksache 19/2435), einschließlich der Änderungsanträge der Fraktionen der CDU/CSU vom 11. Juni 2018, sollen vor allem Vorschriften der EU-Prospektverordnung 2017/1129/EU des Europäischen Parlaments und des Rats vom 14. Juni 2017<sup>1</sup> in einer zweiten Stufe umgesetzt werden.<sup>2</sup> Ab dem 21. Juli 2018 gelten nach der EU-Prospektverordnung neue Schwellen für die Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten und mitgliedstaatliche Optionen.

<sup>1</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168/12 vom 30. Juni 2017).

<sup>2</sup> Daneben werden im KWG die Richtlinie (EU) 2017/2399 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Änderung der Richtlinie 2014/59/EU im Hinblick auf den Rang unbesicherter Schuldtitel in der Insolvenzrangfolge (ABl. L 345 vom 27.12.2017, S. 96) – BRRD-Änderungsrichtlinie – umgesetzt und Regelungen zur weiteren Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU getroffen. Zudem besteht Anpassungsbedarf im KAGB aufgrund der Verordnung über Geldmarktfonds der Europäischen Union: Die Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 8) schafft spezielle Regelungen für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und Alternative Investmentfonds (AIF), die als Geldmarktfonds anzusehen sind. Zudem werden Anpassungen des DSL Bank-Umwandlungsgesetzes vorgenommen.

Im Folgenden soll zu einzelnen Aspekten und der genauen Ausgestaltung des Entwurfs unter Berücksichtigung der Änderungsanträge vom 11. Juni 2018 Stellung genommen werden. Hierfür wird zunächst der Handlungsspielraum des deutschen Gesetzgebers vor dem Hintergrund der EU-Prospektverordnung abgesteckt (A.), um anschließend auf die Ausübung der mitgliedstaatlichen Optionen im Entwurf (B.) sowie die Flexibilisierung des Sprachregimes (C.) einzugehen.

#### **A. Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers nach der EU-Prospektverordnung**

Nach der EU-Prospektverordnung gelten ab dem 21. Juli 2018 neue Schwellenwerte: Ab diesem Zeitpunkt gilt für Angebote mit einem Gesamtgegenwert von unter 1 Mio. € keine Prospektpflicht mehr. Allerdings eröffnet die EU-Prospektverordnung den Mitgliedstaaten die Option, unterhalb der Schwelle von 1 Mio. € anstelle einer Prospektpflicht andere Offenlegungspflichten nach mitgliedstaatlichem Recht einzuführen (Art. 1 Abs. 3 EU-Prospektverordnung). Voraussetzung hierfür ist, dass diese Offenlegungspflichten weder unnötig noch unverhältnismäßig sind.

Nach Art. 3 Abs. 2 EU-Prospekt-VO können die Mitgliedstaaten zudem „beschließen, öffentliche Angebote von Wertpapieren von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäß Absatz 1 auszunehmen, sofern

- *diese Angebote nicht der Notifizierung gemäß Artikel 25 unterliegen und*
- *der Gesamtgegenwert eines solchen Angebots in der Union über einen Zeitraum von 12 Monaten 8 000 000 EUR nicht überschreitet.*

*Die Mitgliedstaaten unterrichten die Kommission und die ESMA, ob und auf welche Weise sie beschließen, die Ausnahme nach Unterabsatz 1 anzuwenden, und teilen mit, welchen Gegenwert sie als Obergrenze festgesetzt haben, unterhalb deren die Ausnahme für Angebote in diesem Mitgliedstaat gilt. Sie unterrichten die Kommission und die ESMA ferner über alle späteren Änderungen dieses Gegenwerts.*

Nach ErwGr 13 EU-Prospektverordnung soll „es den Mitgliedstaaten freigestellt sein, unter Berücksichtigung des von ihnen für angemessen erachteten inländischen Anlegerschutzniveaus in ihrem nationalen Recht einen Schwellenwert für das Wirksamwerden dieser Ausnahme bezogen auf den Gesamtgegenwert des Angebots in der Union innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten zwischen 1 000 000 EUR und 8 000 000 EUR festzulegen. Allerdings sollten solche ausgenommenen öffentlichen Angebote von Wertpapieren nicht von der Pass-Regelung nach dieser Verordnung begünstigt werden. Die Mitgliedstaaten sollten jedoch in der Lage sein, für Angebote unterhalb dieses Schwellenwerts auf nationaler Ebene andere Offenlegungspflichten vorzusehen, sofern diese Pflichten bei solchen Angeboten von Wertpapieren keine unverhältnismäßige oder unnötige Belastung darstellen. ...“.

Mit dem vorliegenden Gesetzesentwurf soll von beiden Optionen gem. Art. 1 Abs. 3, 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung Gebrauch gemacht werden, was grundsätzlich zu begrüßen ist.

## **B. Ausübung der Optionen gem. Art. 1 Abs. 2; 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung**

### **I. Prospektbefreiung nach § 3 II 1 Nr. 5 WpPG-E**

Auf Grundlage von Art. 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung soll zunächst die vollständige Befreiung von der Prospektpflicht (bisher § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG) ohne Ersetzung durch andere Offenlegungspflichten für **CRR-Kreditinstitute** und **Emittenten**, deren Aktien bereits zum Handel an einem **organisierten Markt** zugelassen sind, in § 3 Abs. 2 WpPG-E unter der Voraussetzung beibehalten werden, dass der Gesamtgegenwert aller im EWR über einen Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Wertpapiere nicht mehr als 5 Mio. € beträgt.

#### **1) Befreiung bei öffentlichem Angebot iSd. § 3 I WpPG**

Allerdings soll die Ausnahme nicht mehr als allgemeine Ausnahme vom Wertpapierprospektgesetz insgesamt gem. § 1 Abs. 2 WpPG, sondern als Ausnahme gem. § 3 Abs. 2 WpPG verankert werden. Damit ist die bisher strittige Frage über den Anwendungsbereich der Befreiungsregelung dahingehend geklärt, dass sie nur für öffentliche Angebote von Wertpapieren und nicht für die Börsenzulassung nach § 3 Abs. 4 WpPG-E gilt. Dies entspricht der Systematik des Art. 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung, wonach öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert bis zu 8 Mio. € von der Prospektpflicht ausgenommen werden können.

#### **2) Einheitliche Verwendung des Begriffs „Gesamtgegenwert“**

Nach dem Änderungsantrag der Fraktionen CDU/CSU und SPD vom 11. Juni 2018 soll der im Entwurf bisher verwendete Begriff „Verkaufspreis“ durch den Begriff „Gesamtgegenwert“ ersetzt werden. Unter dem Aspekt der unionsrechtskonformen Auslegung ist die einheitliche Verwendung des Begriffs „Gesamtgegenwert“ in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 und 6 WpPG-E zu befürworten. Dann sollte jedoch konsequenterweise die Ersetzung einheitlich für das WpPG erfolgen, etwa auch in § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG-E, wo ebenfalls noch von Verkaufspreis die Rede ist, aber inhaltlich das Gleiche wie in § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 und 6 WpPG-E gemeint ist. Um Rechtssicherheit zu schaffen und Diskussionen über unterschiedliche Begrifflichkeiten im WpPG zu vermeiden, sind einheitliche Begriffe nicht nur in § 3 Abs. 2 WpPG-E, sondern – sofern inhaltliche Übereinstimmung besteht – innerhalb des gesamten WpPG zu verwenden.

#### **3) Beschränkung der Befreiung auf 5 Mio. €**

Die Ausnahme des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E soll beschränkt bleiben auf Angebote mit einem Gesamtgegenwert von unter 5 Mio. €. Da Art. 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung eine vollständige Befreiung von der Prospektpflicht bis zu 8

Mio. € erlaubt, wäre es unionsrechtlich möglich, die Ausnahme des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E auf 8 Mio. € auszudehnen. Auch in der Vergangenheit hat der deutsche Gesetzgeber den Schwellenwert in § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpHG jeweils an die Prospektrichtlinie zunächst iHv. 2,5 Mio. € und dann iHv. 5 Mio. € jeweils angepasst. Die vollständige Befreiung der CRR-Kreditinstitute bis 8 Mio. € lässt sich damit rechtfertigen, dass diese der Aufsicht nach dem KWG unterliegen (von Kopp-Colomb/Sargut in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG, 3. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 58). Emittenten, deren Aktien bereits an einem organisierten Markt gehandelt werden, unterliegen zudem umfassenden Zulassungsfolgepflichten (gem. §§ 48 ff.; 114 ff. WpHG; Art. 17 ff. MAR).

#### 4) Beschränkung auf börsennotierte Emittenten

Die Befreiung gem. § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E privilegiert nur CRR-Kreditinstitute und börsennotierte Emittenten, deren Aktien bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Zu erwägen ist, die Ausnahme des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E auch auf **Emittenten** zu erstrecken, die nicht Aktien, sondern andere Wertpapiere, insbesondere **Schuldtitel**, zum Handel an einem **organisierten Markt** zugelassen haben (siehe auch *Heidelberg*, in: Schwark/Zimmer, WpHG, § 1 WpPG Rz. 14). Dies ließe sich damit rechtfertigen, dass auch sie – wie börsennotierte Emittenten – den umfassenden Zulassungsfolgepflichten gem. Art. 17 ff. MAR; §§ 48 ff.; 114 ff. WpHG unterliegen.

Auch wenn mit der MAR die Zulassungsfolgepflichten auf Emittenten, deren Aktien an multilateralen und organisierten Handelssystemen gehandelt werden, ausgeweitet wurden, empfiehlt sich eine Ausweitung von § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E auf Angebote von Wertpapieren dieser Emittenten gleichwohl hingegen nicht, da noch immer viele Zulassungsfolgepflichten für sie nicht gelten, so etwa die §§ 114 ff. WpHG.

## II. Prospektbefreiung nach § 3 II 1 Nr. 6 WpPG-E

Eine Prospektbefreiung gilt im Weiteren nach § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG-E für alle öffentlichen Angebote von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im EWR weniger als 8 Mio. € beträgt, wobei die Inanspruchnahme der Prospektbefreiung an die Erstellung eines Wertpapier-Informationsblatts geknüpft wird.

### 1) Anwendungsbereich gem. § 3a WpPG-E

Nach § 3a WpPG-E soll ein Anbieter, der die Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 6 WpPG-E in Anspruch nimmt, Wertpapiere mit einem Gesamtgegenwert im EWR von 100.000 Euro oder mehr im Inland erst dann öffentlich anbieten, wenn er zuvor ein Wertpapier-Informationsblatt erstellt, bei der Bundesanstalt hinterlegt und veröffentlicht hat. Das gilt sowohl für Angebote zwischen 100.000€ und 8 Mio. €.

### **a) Angebote bis 1 Mio. €**

Für Angebote unter 1 Mio. € verbietet Art. 1 Abs. 3 EU-Prospektverordnung den Mitgliedstaaten grundsätzlich, eine Prospektpflicht vorzusehen, und knüpft die Zulässigkeit anderweitiger Offenlegungspflichten ausdrücklich an die Voraussetzung, dass die Offenlegungspflichten nicht unnötig oder unverhältnismäßig sind. Mit dem Wertpapier-Informationsblatt sieht der Entwurf eine zusätzliche Offenlegungspflicht iSd. Art. 1 Abs. 3 UAbs. 2 EU-Prospektverordnung vor. Die Verpflichtung, eine solche Mindestinformation zu erstellen, ist m.E. weder unnötig noch unverhältnismäßig. Der Anleger benötigt ein Mindestmaß an Information, um eine informierte Anlageentscheidung treffen zu können. Da anders als für Emittenten, deren Aktien bereits am organisierten Markt gehandelt werden, noch keine Zulassungsfolgepflichten gelten, stehen Anlegern hier – anders als im Fall von § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG-E – noch keine Informationen über den Emittenten zur Verfügung. Die Kosten für die Erstellung des Wertpapier-Informationsblatts belaufen sich nach den Schätzungen in der Gesetzesbegründung auf knapp 20.000 €. Dies liegt deutlich unter den Kosten, die für die Erstellung eines Prospekts aufgebracht werden müssen, und scheint auch im Vergleich zum höchstmöglichen Gesamtgegenwert von 1 Mio. € nicht außer Verhältnis.

### **b) Angebote zwischen 1 Mio. und 8 Mio. €**

Für Angebote mit einem Gesamtgegenwert zwischen 1 Mio. € und 8 Mio. € ist die Ausübung der mitgliedstaatlichen Option zur Befreiung von der Prospektpflicht in Art. 3 Abs. 2 EU-Prospektverordnung an keine besonderen Voraussetzungen geknüpft, so dass die Befreiung unter der gleichzeitigen Bedingung eines Wertpapier-Informationsblatts der EU-Prospektverordnung standhält.

## **2) Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger gem. § 3c WpPG-E**

Nach § 3c WpPG-E kann die Prospektbefreiung gem. § 3 Abs. 2 S. 1 WpPG-E für Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert von mehr als 1 Mio. nur dann in Anspruch genommen werden, wenn die Wertpapiere an nicht qualifizierte Anleger ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder –vermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, insbesondere zu prüfen, ob der Gesamtbetrag, der von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden kann, bestimmte Schwellen nicht übersteigt. Der Entwurf hat sich gegen eine feste, für alle nicht qualifizierten Anleger einheitlich geltende Anlageschwelle entschieden. Demnach können nicht qualifizierte Anleger bis zu 10.000 € investieren, sofern der jeweilige nicht qualifizierte Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt. Anderenfalls darf er den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro, investieren. Erteilt der Anleger keine Selbstauskunft oder

werden die Voraussetzungen nicht erreicht, können nur höchstens 1.000 € investiert werden.

Vorbild hierfür ist die Befreiung für Schwarmfinanzierungen im VermAnIG (siehe BT-Drucks. 19/2435, S. 42). Gem. **§ 2a VermAnIG** sind Schwarmfinanzierungen von der Prospektpflicht befreit, wenn die Vermögensanlagen ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, der keine Kapitalgesellschaft ist, folgende Beträge nicht übersteigt:

- 1 000 Euro,
- 10 000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt, oder
- den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro.

#### **a) Beschränkung der Einzelanlageschwellen auf nicht qualifizierte Anleger**

§ 3c WpPG-E soll eine Spezialvorschrift sein, die nur die Veräußerung an die nicht qualifizierten Anleger betrifft. Bei Angeboten, die sich (auch) an nicht qualifizierte Anleger richten, soll die Befreiung von der Prospektpflicht nur möglich sein, „wenn die Wertpapiere bei der Veräußerung an nicht qualifizierte Anleger ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Betrag bestimmte Einzelanlageschwellen nicht übersteigt“ (Begr. RegE BT-Drucks. 19/2435, S. 45). Für alle anderen Anleger soll die Prospektfreiheit bis 8 Mio. € demnach ohne Vermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten. Dass § 3c WpHG-E auf nicht qualifizierte Anleger beschränkt sein soll, ist zu begrüßen. Im **Wortlaut** des Entwurfs wird das allerdings nicht hinreichend deutlich:

*„Unbeschadet der Vorgaben in §§ 3a und 3b ist auf ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum 1 000 000 Euro oder mehr beträgt, wobei diese Untergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist, die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 3 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 nur anwendbar, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt...“ (§ 3c WpPG-E).* Klarer wäre es hier, wenn es wie in der



Gesetzesbegründung formuliert wäre, so dass deutlich wird, dass der Vertrieb der befreiten Wertpapiere durch Anlageberatung und Anlagevermittlung keine generelle Voraussetzung für die Befreiung ist, sondern nur für den Vertrieb gegenüber nicht qualifizierten Anlegern einschränkend gilt.

Denkbar wäre:

*„Unbeschadet der Vorgaben in §§ 3a und 3b ist auf ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum 1 000 000 Euro oder mehr beträgt, wobei diese Untergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist, die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 3 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 nur anwendbar, wenn die Wertpapiere an nicht qualifizierte Anleger ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt...“.*

## **b) Zeichnungsgrenzen**

Die Einführung von Anlageschwellen greift in die durch Art. 2 Abs. 1 GG verfassungsrechtlich geschützte Privatautonomie der Anleger und Emittenten ein und bedarf daher einer besonderen Begründung. Mit der Festlegung der modellstehenden Einzelanlageschwellen in § 2a Abs. 3 VermAnlG soll im Interesse des Anlegerschutzes dem Entstehen von Klumpenrisiken vorgebeugt werden, indem der Anleger zur Risikodiversifizierung gezwungen wird (Begr. RegE Kleinanlegerschutzgesetz, BT-Drucks. 18/3994, S. 41). Die Schwellen dienen darüber hinaus dem Schutz des Emittenten vor einem Klumpenrisiko bei der Kapitalaufbringung, wenn sich nur wenige Anleger beteiligen.

Diese Erwägungen zum Crowdfunding gem. § 2a VermAnlG lassen sich jedoch nicht ohne Weiteres auf das öffentliche Angebot von Wertpapieren übertragen. So kann es in § 3c WpPG-E zum einen nicht um den Schutz des Emittenten vor Klumpenrisiken gehen, denn die Einzelanlageschwellen gelten nur beim Vertrieb an nicht qualifizierte Anleger, so dass ein Klumpenrisiko auf Seiten des Emittenten entstehen kann, wenn wenige qualifizierte Anleger die Wertpapiere erwerben, was durch § 3c WpPG-E gerade nicht ausgeschlossen wird. Aber auch aus Anlegerschutzgesichtspunkten sind **Einzelanlageschwellen** für die Prospektausnahme bei Wertpapieren, die durch Anlageberatung und -vermittlung vertrieben werden, meines Erachtens **nicht zwingend erforderlich**. Während die Crowdfunding-Plattformen iSd. § 2a VermAnlG gem. § 3 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 WpHG keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind, damit nicht der Aufsicht durch die BaFin (sondern der Gewerbsaufsichtsämter) unterfallen und auch nicht die §§ 63 ff. WpHG zu beachten haben (siehe *Spindler*, ZBB 2017, 129, 133 f.), werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Anlageberatung und -vermittlung der prospektbefreiten Wertpapiere von der BaFin beaufsichtigt und müssen die

Verhaltenspflichten gem. §§ 63 ff. WpHG beachten. Zum anderen handelt es sich beim Crowdfunding – nicht zuletzt wegen der besonders riskanten Produkte iSd. § 1 Abs. 2 VermAnlG – um einen Hochrisikomarkt (siehe *Casper*, ZBB 2015, 265, 278). Wertpapiere sind fungibel und leichter handelbar als Vermögensanlagen und können daher vor allem auch leichter wieder veräußert werden. Anlegerschutz ist insoweit durch die Aufsicht durch die BaFin und die Wohlverhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen ausreichend gewährleistet. Eine darüberhinausgehende Einschränkung der Vertragsfreiheit durch Einzelanlageschwellen bedarf es daher meines Erachtens nicht.

Will man es gleichwohl im Interesse des Anlegerschutzes bei den Einzelanlageschwellen belassen, wäre zu erwägen, die **Anlageschwellen zu erhöhen** (so auch zu § 2a VermAnlG *Casper*, ZBB 2015, 265, 278; *Klöhn/Hornuf*, DB 2015, 47, 51). Eine Anlage über 1.000 € sind nicht qualifizierten Anlegern nach dem Entwurf nur möglich, wenn sie eine Selbstauskunft über ihr Einkommen und ihr Vermögen abgeben. Dies könnte Anleger uU. davon abhalten, trotz finanzieller Möglichkeiten eine Investition über 1.000 € zu tätigen. Der Verzicht auf die Selbstauskunft würde zudem Kosten senken (*Casper*, ZBB 2015, 265, 278). Die einkommens- und vermögensunabhängige Schwelle sollte daher – sofern an den Zeichnungsgrenzen festgehalten werden soll – auf 5.000€ angehoben werden (siehe auch *Casper*, ZBB 2015, 265, 278; *Klöhn/Hornuf*, DB 2015, 47, 51).

### 3) Form und Inhalt des Wertpapier-Informationsblatts (§ 3a III WpHG-E)

Nach § 3a WpPG-E soll das Wertpapier-Informationsblatt die wesentlichen Informationen auf nicht mehr als **drei DIN-A4-Seiten** enthalten. Angesichts der in § 3a Abs. 3 WpPG-E genannten wesentlichen Informationen sind drei Seiten äußerst knapp. Im Unterschied zu anderen Kurzinformativblättern, die neben den Prospekten zu erstellen sind (siehe § 13 VermAnlG, § 306 KAGB), können im Falle des § 3a WpPG-E mangels Prospektspflicht Unklarheiten auch nicht im Prospekt näher erläutert oder geklärt werden. Daher wird zum Teil gefordert, den Höchstumfang zu erhöhen. Hierfür spricht, dass etwa die Prospektzusammenfassung gem. Art. 7 Abs. 1 EU-Prospektverordnung auf sieben Seiten begrenzt ist, obgleich sie „zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts zu lesen“ ist. Auch der aktuelle Vorschlag der EU-Kommission zur Förderung von Crowdfunding-Plattformen vom 8. März 2018 sieht ein Kurzinformativblatt von maximal sechs Seiten vor.<sup>3</sup>

Andererseits entsprechen drei Seiten dem bislang für Kurzinformativblätter im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht üblichen Höchstumfang, und das auch, wenn kein Prospekt zu erstellen ist (siehe §§ 2a, 13 Abs. 3 VermAnlG; Art. 6 Abs. 4 PRIIP-VO). Insbesondere der „Bericht der Bundesregierung zur Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis § 2c Vermögensanlagegesetz“ konnte im Hinblick

---

<sup>3</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, COM (2018) 113 final 2018/0048 (COD).

auf die Begrenzung des Vermögensanlageblatts auf drei Seiten keine Defizite feststellen. Daher spricht viel dafür, die drei Seiten als Höchstumfang zu verankern und erforderlichenfalls später den Höchstumfang zu erhöhen.

#### **4) Haftung bei Fehlen des Wertpapier-Informationsblatts**

Ist ein Wertpapier-Informationsblatt entgegen § 3a Abs. 1 S. 1 WpPG-E nicht veröffentlicht worden, haften der Emittent und der Anbieter nach dem Entwurf als Gesamtschuldner dem Erwerber auf Schadensersatz durch Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet. **§ 24a WpPG-E** äußert sich – anders als §§ 22a, 23 WpPG-E – nicht ausdrücklich zu der Frage, ob die Haftung zum einen **Kausalität** zwischen dem Fehlen des Wertpapierinformationsblatts und dem Erwerb und zum anderen **Verschulden** und gegebenenfalls in welcher Form voraussetzt. Das ist ein Problem, das schon der Haftung für das Fehlen von Wertpapierprospekten gem. § 24 WpPG anhaftet und sich nun bei § 24 WpPG-E fortsetzt. Systematisch lässt sich die Anwendung der Ausschlussgründe in § 23 WpPG bzw. § 23a WpPG-E, die nur auf §§ 21, 22 WpPG bzw. § 22a WpPG verweisen, nicht auf die nachfolgenden §§ 24 bzw. 24a WpPG anwenden, so dass lebhaft umstritten ist, ob die Haftung für das Fehlen von Prospekten und so dann künftig wohl auch für das Wertpapier-Informationsblatt vom Verschulden abhängt oder nicht (siehe hierzu nur *Assmann* in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG, 3. Aufl. 2017, § 24 WpPG Rz. 27 ff; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rz. 297). Unionsrechtliche Vorgaben hierzu ergeben sich weder aus der Prospektrichtlinie noch aus der EU-Prospektverordnung. Eine verschuldensunabhängige Haftung wäre im Kapitalmarktrecht eine begründungsbedürftige Ausnahme. Da keine Gründe erkennbar sind, das Fehlen des Wertpapier-Informationsblatts insoweit haftungsrechtlich anders zu behandeln als den Erlass eines fehlerhaften Wertpapier-Informationsblatts gem. § 22a WpPG-E, spricht meines Erachtens viel dafür, die Haftung für das Fehlen des Prospekts bzw. Wertpapier-Informationsblatts an Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit zu knüpfen. Wünschenswert wäre – wie etwa in § 22 VermAnlG – eine entsprechende Klarstellung im Gesetz, um den Streit zu beenden.

#### **5) Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 64 WpHG-E**

Gem. **§ 64 Abs. 2 S. 1 WpHG** müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen einem Privatkunden im Falle einer Anlageberatung rechtzeitig vor dem Abschluss eines Geschäfts ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt über die empfohlenen Finanzinstrumente zur Verfügung stellen. § 64 Abs. 2 S. 3 WpHG-E soll konsequenterweise um eine weitere Nr. 10 ergänzt werden, wonach an die Stelle des Informationsblattes das neue Wertpapier-Informationsblatt gem. § 3a WpPG nF treten soll.

##### **a) Neuformulierung nach Änderungsantrag vom 11. Juni 2018**

Nach dem Änderungsantrag der Fraktionen CDU/CSU und SPD soll § 64 Abs. 2 S. 1 WpHG-E neu gefasst werden:

*„Im Falle einer Anlageberatung hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen einem Privatkunden rechtzeitig vor dem Abschluss eines Geschäfts über Finanzinstrumente, für die kein Basisinformationsblatt nach der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 erstellt werden muss,*

- 1. über jedes Finanzinstrument, auf das sich eine Kaufempfehlung bezieht, ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt,*
- 2. in den Fällen des Satzes 3 ein in Nummer 1 genanntes Informationsblatt oder wahlweise ein standardisiertes Informationsblatt oder*
- 3. in den Fällen des Satzes 4 ein dort genanntes Dokument anstelle des in Nummer 1 genannten Informationsblatts*  
*zur Verfügung zu stellen.“*

Diese Umformulierung ist zu begrüßen.

#### **b) Verhältnis zum standardisierten Produktinformationsblatt gem. § 64 II 3 WpHG-E**

Unklar bleibt allerdings nach wie vor, wie sich das Wertpapier-Informationsblatt zum standardisierten Informationsblatt gem. § 64 Abs. 2 S. 3 WpHG verhält. Nach § 64 Abs. 2 S. 3 WpHG kann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen für Aktien, die an einem organisierten Markt gehandelt werden, anstelle des produktspezifischen Informationsblattes nach § 64 Abs. 2 S. 1 WpHG ein **standardisiertes Informationsblatt** verwenden (siehe § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG-E). Hierdurch sollen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Anlageberatung in Wertpapieren erbringen, die an organisierten Märkten gehandelt werden, von den erheblichen Kosten befreit werden, die bei der Erstellung von produktspezifischen Informationsblättern entstehen (siehe Beschlussempfehlung und Bericht z. 2. FiMaNoG BT-Drucks. 18/11775, S. 392). Nicht ganz klar wird, ob die Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch im Falle des neuen § 64 Abs. 2 S. 4 Nr. 10 WpHG-E die Möglichkeit haben sollen, ein solches standardisiertes Produktinformationsblatt anstelle des **Wertpapier-Informationsblatts** dem Kunden zur Verfügung zu stellen. Das hängt davon ab, ob sich § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 WpHG-E nur auf § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 WpHG-E oder auch auf § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG-E bezieht.

Dafür, dass sich § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 WpHG-E nur auf die Nr. 1 bezieht und die Möglichkeit eines standardisierten Produktinformationsblatts ausschließt, spricht, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei Vorliegen eines produktspezifischen Informationsblatts iSd. § 64 Abs. 2 S. 4 Nr. 10 WpHG-E kein eigenes spezifisches Produktinformationsblatt erstellen müsste und entsprechende Kosten nicht anfallen würden. Das Bedürfnis für ein standardisiertes Produktinformationsblatt, um Kosten durch § 64 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 WpHG-E zu sparen, entfällt in diesem Fall. Dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei Vorliegen eines Wertpapier-Informationsblatts iSd. § 64 Abs. 2 S. 4 Nr. 10 WpHG-E nicht die Option des standardisierten Informationsblatts nach § 64 Abs. 2 S. 3 WpHG haben soll, wird zwar durch die systematische Stellung von Nr. 2 und Nr. 3

angedeutet, könnte aber auch anders gelesen werden und sollte daher in der Gesetzesbegründung noch einmal betont werden.

## 6) Kein Widerrufsrecht

Anders als § 2d VermAnlG sieht der Entwurf kein Widerrufsrecht des Anlegers vor. Dies ist zu begrüßen. Zum einen würde ein solches Widerrufsrecht unübersehbare Verwerfungen am Kapitalmarkt verursachen. Zum anderen ist es angesichts der jederzeitigen Möglichkeit zur Veräußerung der Wertpapiere am Kapitalmarkt auch aus Anlegerschutzgesichtspunkten trotz verminderter Information des Anlegers (zu diesem Zweck des § 2d VermAnlG BT-Drucks. 18/4708, S. 57) nicht erforderlich.

## C. Flexibilisierung des Sprachenregimes

In § 19 Abs. 1, 1a WpPG-E wird es Emittenten erleichtert, ihre Prospekte in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache, typischerweise Englisch, zu erstellen. Um auch für ausländische Investoren attraktiv zu sein, waren Emittenten bei Börsenzulassungen oder öffentlichen Angeboten bislang darauf angewiesen, entweder zwei Prospekte in deutscher und englischer Sprache zu erstellen oder aber auf die Ausnahmeregelung des § 19 Abs. 3 WpPG auszuweichen und ihre Wertpapiere zusätzlich zum Angebot bzw. zur Zulassung im Inland auch in einem anderen EU/EWR-Mitgliedstaat zu platzieren. Dies war ein Standortnachteil, der nun dadurch beseitigt wird, dass künftig auch bei rein inländischen Sachverhalten ein Prospekt in einer in Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zulässig ist. Hierfür wird zwischen Prospekten für die Zulassung der Wertpapiere zum organisierten Markt und für öffentliche Angebote differenziert: So können Prospekte, die ausschließlich der **Zulassung** von Wertpapieren zum **organisierten Markt** dienen, gem. § 19 Abs. 1a WpPG-E in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden.

Prospekte für das **öffentliche Angebot** von Wertpapieren sind hingegen grundsätzlich in deutscher Sprache zu veröffentlichen. Durch die Streichung „im Einzelfall unter Berücksichtigung der Art der Wertpapiere“ in § 19 Abs. 1 S. 2 WpHG-E wird insoweit aber die Ausnahmeregelung erleichtert. Demnach darf die erforderliche Gestattung der BaFin nicht mehr nur „im Einzelfall“ (siehe *von Ilberg*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG, 3. Aufl. 2017, § 19 WpPG Rz. 26), sondern in größerem Umfang gewährt werden. Die Differenzierung zwischen Börsenzulassungen und öffentlichen Angeboten ist aus Anlegerschutzgesichtspunkten zu begrüßen. Während Börsenzulassungsprospekte typischerweise von qualifizierten oder professionellen Anlegern gelesen werden, werden Wertpapierprospekte für öffentliche Angebote uU. auch von nicht qualifizierten Anlegern wahrgenommen (zu dieser Differenzierung BGH NJW 1982, 2823 –BuM einerseits und BGHZ 195, 1 Rz. 25 andererseits; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rz. 283). Anders als von professionellen Anlegern kann von einem Privatanleger nicht zwingend erwartet werden, dass er der englischen

Fachsprache des Kapitalmarktes mächtig ist (*von Ilberg*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG, 3. Aufl. 2017, § 19 WpPG Rz. 19).



**MATTIL & KOLLEGEN**

**Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht**

MATTIL & KOLLEGEN | Thierschplatz 3 | 80538 München

7171/18 - MA - em / d1/d62416

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Platz der Republik 1

10557 Berlin

München, 11.06.2018

Unser Zeichen: 7171/18MA / em

**Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der  
EU-Prospektverordnung  
und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Stark-Watzinger,  
sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für Gelegenheit, zu dem Gesetzentwurf Stellung nehmen zu dürfen.

Die Kanzlei MATTIL ist seit mehr als 20 Jahren im Bank- und Kapitalmarktrecht tätig und vertritt Anleger in dem breiten Spektrum des Kapitalmarktes, insbesondere bei gescheiterten Anlagen in Wertpapieren, Investmentfonds, Vermögensanlagen und Versicherungen.

Die EU-Prospektverordnung sieht eine zwingende Befreiung von der Prospektpflicht bis 1 Mio € und eine nationale Option für Angebote bis zu 8 Mio € vor. Die Verordnung gilt nur für Wert-

**PETER MATTIL**  
Rechtsanwalt | Fachanwalt  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**KATJA FOHRER\***  
Rechtsanwältin | Fachanwältin  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**SUSANNE KUNZFELD\***  
Rechtsanwältin | Fachanwältin  
für Bank- und Kapitalmarktrecht  
Wirtschaftsmediatorin IHK

**SYLVIA SONNWEBER\***  
Rechtsanwältin | Fachanwältin  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**RALPH VEIL\***  
Rechtsanwalt | Fachanwalt  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**JOACHIM KLEEFELD\***  
Rechtsanwalt | Fachanwalt  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**ROHAN FONSEKA\***  
Rechtsanwalt | Fachanwalt  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**MAGDALENA NICOLA\***  
Rechtsanwältin | Fachanwältin  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**EVA-MARIA UEBERRÜCK\***  
Rechtsanwältin | Fachanwältin  
für Bank- und Kapitalmarktrecht

**MICHAEL BAYR\***  
Rechtsanwalt | Fachanwalt  
für Bank- und Kapitalmarktrecht  
Fachanwalt für Versicherungsrecht

**JENNIFER FUGMANN\***  
Rechtsanwältin

\*angestellte(r)  
Rechtsanwalt / Rechtsanwältin

Thierschplatz 3  
80538 München

Zentrale  
Telefon (0 89) 24 29 38 - 0  
Telefax (0 89) 24 29 38 - 25  
www.mattil.de

**Sekretariat:**  
Margret Engelhardt  
Direkt-Tel (0 89) 24 29 38 - 0  
Direkt-Fax (0 89) 24 29 38 - 25  
e-mail: mattil@mattil.de

Kooperationskanzleien in:

BERLIN | BRÜSSEL | LONDON | LUXEMBURG | MAILAND | MONTANA | NEW YORK | PARIS | WIEN | ST. GALLEN

Stadtparkasse München | IBAN: DE90 7015 0000 0901 2400 02 | BIC: SSKMDEMMXXX | Ust-ID Nr.: DE 236918723  
Anderkonto: Stadtparkasse München | IBAN: DE59 7015 0000 0000 3037 84 | BIC: SSKMDEMMXXX



papiere, also insbesondere nicht für Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes.

In der Angebotsspanne zwischen 1 Mio und 8 Mio € steht es dem nationalen Gesetzgeber frei, auf eine Prospektpflicht zu verzichten. Der Gesetzentwurf macht hiervon Gebrauch und sieht weitere Schutzvorschriften zu Gunsten der nichtqualifizierten Anleger vor. Neben dem 3-seitigen Wertpapier-Informationsblatt müssen Einzelanlageschwellen beachtet werden, also 1.000,00 €, höchstens 10.000,00 € bei bestimmten Vermögensverhältnissen.

Grundsätzlich möchten wir das Folgende dazu anmerken:

Die EU-Verordnung hat offenbar selbst Zweifel daran, ob Verbrauchern Anteile bis zu einem Volumen von 8 Mio € prospektfrei sollen angeboten werden dürfen. Aus diesem Grunde hat sie das nationale Ermessen anheimgestellt, eine liberale Finanzmarktregelung mit dem notwendigen Verbraucherschutz abzuwägen. Die Beteiligungsschwellen (1.000,00 € bzw. 10.000,00 €) dürften nach unserer Beobachtung dazu geeignet sein, Privatanleger von einer unüberlegten Anlage abzuhalten. In dem Anlagespektrum bis 8 Mio € darf ein Wertpapier nur von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen angeboten werden, das zu einer Prüfung verpflichtet ist, ob die Anlageschwellen eingehalten sind, also 1.000,00 € bzw. 10.000,00 € bei erteilter Selbstauskunft zu den wirtschaftlichen Verhältnissen. Gegebenenfalls besteht eine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gegenüber dem Anleger, wenn die Schwellen nicht geprüft oder eingehalten wurden.

Allerdings: Ein 3-seitiges Informationsblatt kann nur die notwendigsten Angaben enthalten, nicht aber die für eine Anlageentscheidung erforderlichen Informationen. Um sich ein Bild über die angebotene Kapitalanlage machen zu können, benötigt der Anlageinteressent nicht nur die zusammengefassten Informationen eines Kurzinformationsblattes, sondern eine umfangreiche Beschreibung aller Umstände und Aspekte, die für eine Anlageentscheidung und auch für eine spätere Verantwortlichkeit maßgeblich sind.

Ein Kurzinformationsblatt, z.B. nach dem Vermögensanlagengesetz, muss zwar Informationen zu wesentlichen Kriterien auflisten, z.B. zur Identität des Anbieters, die Anlagestrategie,

die damit verbundenen Risiken, die Aussichten für zu erwartende Zahlungen und einige weitere.

Des Weiteren muss das Informationsblatt auf die Erhältlichkeit des Verkaufsprospektes und den Jahresabschluss hinweisen.

In verschiedenen Gesetzen (Vermögensanlagengesetz, Wertpapierprospektgesetz, KAGB etc.) zu Kurzinformationsblättern enthaltene Vorschriften gehen also davon aus, dass diese Kurzinformationen den Prospekt nicht ersetzen, sondern nur zusammenfassen. Auch in der EU-Verordnung 2017/1129, Art. 7(5) ist angesprochen, dass der Anleger sich bei der Investitionsentscheidung auf den Prospekt als Ganzes stützen sollte.

Der Inhalt eines Prospektes nach der Richtlinie 2003/71 und der dazu ergangenen Prospektverordnung 809/2004 verlangt eine breite Palette von Informationen:

- Alle Personen, die für die gemachten Angaben verantwortlich sind.  
Im Falle von natürlichen Personen, zu denen auch Mitglieder der Verwaltungsmanagement- und Aufsichtsorgane gehören, sind der Name und die Funktion dieser Person zu nennen.
- Name und Anschrift der Abschlussprüfer, einschließlich der Angabe ihrer Mitgliedschaft in einer Berufsvereinigung
- Finanzinformationen und Vergleichsdaten
- Klare Offenlegung von Risikofaktoren, die für den Emittenten oder seine Branche spezifisch sind.
- Sitz und Rechtsform des Emittenten, auch die entsprechende Rechtsordnung seines Landes.
- Wichtige Ereignisse während der Entwicklung der Geschäftstätigkeit.
- Beschreibung der wichtigsten Investitionen
- Finanzierungsmethoden
- Angabe wichtiger neuer Produkte
- Angabe des Stands der Entwicklung
- Beschreibung der wichtigsten Märkte einschließlich der Aufschlüsselung von Umsätzen und Märkten
- Angaben über die etwaige Abhängigkeit in Bezug auf Lizenzen, Verträge etc.

- Beschreibung der Einbindung des Emittenten in einer Gruppe, Tochtergesellschaften und erhaltene Stimmrechte
- Bestehende oder geplante Sachanlagen, Skizzierung etwaiger Umweltfragen
- Beschreibung der Finanzlage nebst Veränderungen und deren Ursachen
- Informationen über wichtige Faktoren einschließlich seltener Vorfälle oder neue Entwicklungen
- Informationen über Eigenkapitalausstattung, Geldquellen, Fremdfinanzierungsbedarf
- Mitglieder der Verwaltungs- oder Aufsichtsorgane, Gründer und weitere wichtige Personen nebst verwandtschaftlichen Beziehungen, Verflechtungen
- Schuldspiele in Bezug auf betrügerische Straftaten und Angaben über etwaige Konkurse und Liquidationen, zu öffentlichen Anschuldigungen oder Sanktionen der Behörden!
- Bezüge und Sachleistungen
- Jahresabschluss und die Angabe, ob Buchprüfberichte von Abschlussprüfern abgelehnt oder eingeschränkt wurden
- Informationen über staatliche Interventionen, Gerichts- oder Schiedsverfahren

Oft wird das Argument vorgebracht, dass ein mehrere hundert Seite umfassender Prospekt von Anleger selten aufmerksam gelesen wird. Dies mag sein, aber: der Prospekt dient auch „hinterher“ als Informationsquelle für strukturelle Fehler eines Anlagemodells, wenn eine Krise oder Insolvenz eingetreten ist. Darin findet der Anleger diejenigen Hinweise, die eine Überprüfung der Seriosität und Ursachen einer Insolvenz aufdecken, z.B. Verflechtungen der verantwortlichen Personen, Einzelheiten zu Geschäftszahlen und deren realistische Einschätzung, Aufsichts- und Prüfungspersonen usw. Aus dem Prospekt ist nach Entstehen eines Verlustes erkennbar, welche Angaben fehlerhaft waren und was oder wer dafür verantwortlich ist.

Vor 2 Monaten hat die in München ansässige P&R-Gruppe (4 Emittenten) die Insolvenz angemeldet. Etwa 55.000 Anleger haben dort 3,5 Milliarden € investiert. Am 01.01.2017 hat die P&R Transport-Container GmbH erstmals einen Prospekt veröffentlicht, der einen Umfang von 160 Seite aufweist und alle erdenklichen Informationen enthält, bis auf die Wich-

tigste: Die P&R hat entgegen allen Behauptungen offenbar ein reines Geldkarussell betrieben, ohne jegliche ernsthafte Investitionen für die Anleger. Außerdem findet sich dort an mehreren Stellen der Hinweis, dass der Anleger persönlich und unbeschränkt, bis hin zur Privatsolvenz, haftet.

Daraus können zwei Erkenntnisse gewonnen werden:

- auch ein hunderte Seiten umfassender Prospekt wird keinen Nutzen bringen, wenn die Angaben darin falsch sind
- Ein Prospekt wird nicht unbedingt vor Zeichnung der Kapitalanlage gelesen (die persönliche Haftung dürfte für einen Anleger ein Ausschlusskriterium sein).

Jedoch können nun für die Aufarbeitung der Insolvenz wichtige Informationen aus dem Prospekt gewonnen werden, insbesondere zu verbundenen Unternehmen, Organen und Prüfern der P&R-Gruppe.

Die Prospektverordnung sieht in Artikel 15 auch die Möglichkeit eines Wachstumsprospektes, im Gegensatz zum Standardprospekt, vor. Dieser Prospekt „light“ ist ein Dokument mit einer standardisierten Aufmachung, die in leicht verständlicher Sprache abgefasst und für die Emittenten leicht auszufüllen ist. Er enthält eine spezielle Zusammenfassung, ein spezielles Registrierungsformular und eine spezielle Wertpapierbeschreibung. Hierzu wird die Kommission noch einen delegierten Rechtsakt erlassen. Der Prospekt wird einen verkürzten Inhalt haben.

Die bisherige Rechtslage sieht bei dem Crowd-Investing (§ 2 a VermAnlG) eine prospektfreie Einwerbung von Kapital bis 2,5 Mio € vor. Dies könnte eine Schwelle sein, die man auch hier (prospektfrei) beibehalten könnte. Angeblich soll dieser Betrag in der Praxis in den meisten Fällen nicht einmal ausgenutzt werden, so dass er ausreichend erscheint. In der Spanne zwischen 2,5 Mio und 8 Mio € wäre zu überlegen, den Wachstumsprospekt „light“ zu fordern.

Allerdings: Die Schwellen von 1.000,00 € bzw. 10.000,00 € mit Selbstauskunft dürften für Verbraucher doch eher eine Abwägung bzw. sogar eine Abschreckung auslösen. Offensichtlich ist, dass die EU-Kommission hinsichtlich der Liberalisierung bis 8 Mio € selbst unsicher

ist, da sie sonst die nationale Option nicht zugelassen hätte. Ein prospektfreies Angebot dürfte allerdings auch keinen EU-Pass in Anspruch nehmen.

Zu der Verordnung im Übrigen:

Die EU-Verordnung 2017/1129 soll zugleich als Ersatz für die Richtlinie 2003/71 dienen. Sie reguliert die Prospektpflicht, den Inhalt von Prospekten, deren Sprachfassung, die Billigung, den grenzüberschreitenden Vertrieb u.a.

Zur Sprache des Prospektes:

Nach Erwägungsgrund 67 der EU-Verordnung ist es grenzüberschreitenden Anboten abträglich, wenn der Emittent den gesamten Prospekt in die Amtssprachen übersetzen lassen muss. Deshalb muss nur die Zusammenfassung in die Amtssprache des Ziellandes übersetzt werden. Dies halten wir für inakzeptabel. Hierzu soll das Folgende erläutert werden:

Im Falle des Eintritts eines Verlustes/Schadens muss der Anleger prüfen, ob ihm Schadensersatzansprüche zustehen und gegebenenfalls eine entsprechende Klage einreichen. In einer Klage ist nach der Zivilprozessordnung vorzutragen, dass und an welcher Stelle des Prospektes falsche Informationen aufgetreten sind. D.h., der klagende Verbraucher muss den Prospekt auf seine Kosten vollständig übersetzen lassen. Sonst hat er keine Aussichten, zivilrechtliche Schadensersatzansprüche durchzusetzen. Die Übersetzung eines 200-seitigen Prospektes dürfte mehrere zigtausend Euro verschlingen. Dies ist für einen Privatanleger nicht tragbar und unzumutbar. In den Erläuterungen zu Nr. 8 (§ 19) des Gesetzentwurfes (Seite 49) wird der Prospekt „in Englischer Sprache“ erwähnt. Dies ist jedoch nicht ganz zutreffend. Nach der Prospektverordnung (Artikel 27) kann der Prospekt in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ erstellt werden. Auch § 19 des Gesetzentwurfes WPPG spricht von „einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“.

D.h., hiermit ist nicht nur Englisch gemeint, auch andere Mitgliedsstaaten werden der Ansicht sein, dass ihre Sprache dazu gehört. Als Beispiel legen wir einen Auszug aus einem Prospekt vor, der in Luxemburg gebilligt wurde und Zertifikat an Kleinanleger ab 5.000,00 €

vertreibt. Der Prospekt ist in Englisch und etwa zur Hälfte in Französisch verfasst (siehe Anlage).

Für einen Privatanleger und wahrscheinlich auch einen professionellen Anleger ist es schlechterdings unmöglich, die Übersetzung des 220 Seiten starken Prospektes zu veranlassen. Er hat überhaupt keine Aussichten, nur mit der 7-seitigen Zusammenfassung einer Anspruchs begründung für einen Prospektfehler darzulegen. Kein Gericht würde dies akzeptieren. Außerdem ist er gezwungen, einen fachkundigen Rechtsanwalt z.B. in Luxemburg aufzusuchen und zu mandatieren. Mit der Entscheidung, die Übersetzungskosten nicht etwa dem Emittenten, sondern dem Anleger aufzubürden, wurde der Verbraucherschutz zu Gunsten des Binnenmarktes geopfert.

Die Verordnung ist insoweit auch widersprüchlich. In Artikel 7 (5b) der Verordnung heißt es ausdrücklich, dass sich der Anleger bei der Entscheidung auf den Prospekt als Ganzes stützen sollte. Dies ist nicht möglich, weil er in seiner Heimatsprache nur eine 7-seitige Zusammenfassung erhält.

Artikel 11 der Verordnung (Prospekthaftung) verlangt von den Mitgliedsstaaten, dass niemand lediglich aufgrund der Zusammenfassung haftet, es sei denn, die Zusammenfassung ist, wenn sie zusammen mit anderen Teilen des Prospektes gelesen wird, irreführend, unrichtig oder widersprüchlich. Bei einem grenzüberschreitenden Wertpapierprospekt ist jedoch der andere Teil des Prospektes für den Anleger nicht lesbar.

Die Umsetzung der Verordnung in den Gesetzentwurf muss diesbezüglich nachgeprüft werden. Da sowohl die Zusammenfassung also auch das Wertpapierinformationsblatt (allerdings nicht ausdrücklich in § 3a WPPG-E erwähnt) in deutscher Sprache vorliegen muss, ist es konsequent und in dem Rahmen des nationalen Ermessens zulässig, von dem Emittenten die Übersetzung des ganzen Prospektes zu verlangen, zumindest auf Anforderung des Anlegers. Ergänzend führt die Verordnung in den Erwägungsgründen 54 aus, dass der Anleger die Anlageentscheidung in voller Kenntnis der Sachlage treffen soll. Ein Prospekt sollte keine Risikofaktoren enthalten, die allgemeiner Natur sind und nur dem Haftungsausschluss dienen, denn jene könnten spezifischen Risikofaktoren, verschleiern und so verhindern, dass der Prospekt Informationen in verständlicher Form präsentiert. Dies ist mit einer Zusammenfas-

sung nicht zu bieten. In der Prospektzusammenfassung müsste sich der zwingende Hinweis befinden, dass der Anleger im Falle eines Verlustes gezwungen sein kann, den Prospekt übersetzen zu lassen und dies mit nichtkalkulierbaren Kosten verbunden ist. Außerdem müsste der Hinweis enthalten sein, dass in Anwendung ausländischen Rechts und an einem ausländischen Gerichtsstand geklagt werden muss, was zu einem unverhältnismäßigen Aufwand führt.

Die Verordnung sieht vor, dass die Emittenten Informationen in einem Prospekt aufnehmen können, in dem sie auf andere Dokumente verweisen, um die Kosten für die Emittenten zu senken. Diese Möglichkeit des Verweises ist schon bisher in § 11 des WPPG vorgesehen und alles andere als verbraucherfreundlich. Er findet nicht alle Informationen in dem ihm überlassenen Prospekt, sondern muss nach weiteren Dokumenten suchen und sich durch Verweisdokumente hangeln, und das auch noch in anderer Sprache. Ein Prospekt sollte ein vollständiges Dokument sein, das als Informationsquelle dient. Für den Anleger bedeutet dies Aufwand und Intransparenz, um dem Emittenten Kosten zu ersparen. Solche Verweisdokumente, die an anderer Stelle gesucht werden müssen, sind z.B. Prüfberichte, Lageberichte, Finanzinformationen u.a. Der Anlegerschutz soll dadurch, so die Verordnung, nicht beeinträchtigt werden.

#### Zur Haftung bei fehlerhaftem Wertpapier-Informationsblatt

Eine Haftung für ein unrichtiges oder irreführendes Informationsblatt besteht nur, wenn das Erwerbsgeschäft innerhalb von 6 Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot der Wertpapiere abgeschlossen wurde. Dies ist ein Rückschritt für den Verbraucherschutz. Nach § 20 VermAnlG kann der Erwerber die Vermögensanlage rückgängig machen, wenn er innerhalb von 2 Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot erworben hat. Ein Zeitraum von 6 Monaten ist zu kurz. Wenn das öffentliche Angebot am 01. Januar begonnen hat und der Anleger das Wertpapier im Juli desselben Jahres kauft, hat er keine Ansprüche, wenn das Wertpapierinformationsblatt fehlerhaft ist.



### Vermögensanlagen (Direktinvestments)

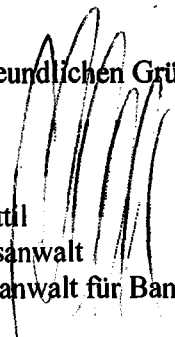
Anlageformen wie Direktinvestments in Container sind eine deutsche Eigenheit und in anderen Staaten nicht bekannt. Die EU-Prospektverordnung befasst sich nur mit der Regulierung von Wertpapieren, die weitgehend harmonisiert sind. Direktinvestments (Vermögensanlagen) sind keine Wertpapiere (und keine AIF) und daher nicht im Blickpunkt der EU-Kommission.

Die P&R-Gruppe hat entgegen den Behauptungen in dem Prospekt offenbar ein reines Geldkarussell betrieben, ohne ernsthafte Investitionen für die Anleger. Die P&R hat das gesamte operative Geschäft in die Schweiz verlagert, so dass auch eine Aufsichtsbehörde an ihre Prüfungsgrenzen stößt. Für gewisse Anlageformen - die sehr speziell deutsch, weil in anderen Ländern nicht zugelassen und europaweit nicht bekannt - würde sich die Überprüfung einer grundsätzlichen Erlaubnisfähigkeit anbieten (Finanz-TÜV). Im Falle der Entwicklung und Erscheinung eines derartigen Anlageproduktes müsste ein Finanz-TÜV (der bei der BaFin anzusiedeln wäre) die grundsätzliche Geeignetheit für Verbraucher und deren volkswirtschaftlicher Nutzen feststellen. Wir verweisen diesbezüglich auf die BT-Drucksache 18/9709: Zulassungspflicht für Finanzprodukte schaffen - Finanz-TÜV einführen und die entsprechende Anhörung vom 17.05.2017.

Das oft geforderte, von dem Emittenten in Auftrag zu gebende Gutachten über die Tragfähigkeit und Plausibilität eines Anlagemodells sehen wir eher kritisch. Ein Gutachten wird in der Regel immer erstellt, in Form von Prospektprüfungsgutachten, Jahresabschlussprüfungen oder Ratings. Das Problem in der Praxis ist, dass die damit beauftragten Wirtschaftsprüfer keiner konsequenten Haftung unterliegen, da ihnen ein gesetzliches Privileg zu Gute kommt (§ 323 HGB). Dieses Privileg gehört abgeschafft. Jede Berufsgruppe haftet für Pflichtverletzungen unbegrenzt, natürlich auch Anwälte. Der Sinn einer Haftungsbegrenzung für Wirtschaftsprüfer (Jahresabschlussprüfer) hat sich uns noch nie erschlossen. Ein bekannter Insolvenzverwalter äußerte kürzlich: „Ich habe es aufgegeben, Wirtschaftsprüfer zu verklagen, selbst wenn sie die haarsträubensten Gefälligkeitgutachten erstellt haben“.

Anstatt ein Produkt mit noch mehr Papier aufzublähen, sollte eine grundsätzliche, behördliche Erlaubnisfähigkeit vorangestellt werden, an denen viele Anlagemodelle scheitern dürften.

Mit freundlichen Grüßen



P. Mattil  
Rechtsanwalt  
- Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht -

• ce nombre est augmenté de la fraction sur la période concernée calculée comme indiqué au premier paragraphe de cette définition ;

(iii) si les termes "Exact/365" (Fixed) sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 365 ;

(iv) si les termes "Exact/360" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 360 ;

(v) si les termes "30E/360-FBF" ou "Base Euro Obligataire" sont indiqués dans les Conditions Définitives concernées, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur est le nombre de jours écoulés durant cette période, calculé sur une année de 12 mois de 30 jours, à l'exception du cas suivant :

dans l'hypothèse où le dernier jour de la Période de Calcul est le dernier jour du mois de février, le nombre de jours écoulés durant ce mois est le nombre exact de jours,

où :

D1 (jj<sup>1</sup>, mm<sup>1</sup>, aa<sup>1</sup>) est la date de début de période  
D2 (jj<sup>2</sup>, mm<sup>2</sup>, aa<sup>2</sup>) est la date de fin de période

La fraction est :

$$\frac{1}{360} \times [(aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(jj^2, 30) - \text{Min}(jj^1, 30)]$$

(vi) si les termes "30/360 - FBF (Base Obligataire)" ou "Exact 30A/360 (Base Obligataire Américaine)" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur le nombre de jours calculé comme pour la base 30E/360 - FBF, à l'exception du cas suivant :

lorsque le dernier jour de la Période de Calcul est un 31 et le premier n'est ni un 30 ni un 31, le dernier mois de la Période de Calcul est considéré comme un mois de 31 jours ;

en reprenant les mêmes définitions que celles qui figurent ci-dessous pour 30E/360 - FBF, la fraction est :

si jj<sup>2</sup> = 31 et jj<sup>1</sup> ≠ (30, 31),

alors :

$$\frac{1}{360} \times [(aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (jj^2 - jj^1)]$$

• this number is increased by the fraction over the relevant period, calculated as described in the first paragraph of this;

(iii) if the term "Actual/365" (Fixed) is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 365;

(iv) if the term "Actual/360" is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 360;

(v) if the terms "30E/360-FBF" or "Eurobond Basis" are specified in the relevant Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days in this period, calculated over a year of twelve 30-day months, with the following exception:

if the last day of the Calculation Period is the last day of the month of February, the number of days in this month is the actual number of days,

in which:

D1 (dd<sup>1</sup>, mm<sup>1</sup>, yy<sup>1</sup>) is the period commencement date  
D2 (dd<sup>2</sup>, mm<sup>2</sup>, yy<sup>2</sup>) is the period end date

The fraction is:

$$\frac{1}{360} \times [(yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(dd^2, 30) - \text{Min}(dd^1, 30)]$$

(vi) if the terms "30/360 - FBF (Bond Basis)" or "Actual 30A/360 (American Bond Basis)" are specified in the Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days calculated as for the 30E/360 - FBF basis, with the following exception:

when the last day of the Calculation Period is a 31 and the first is neither a 30 nor a 31, the last month of the Calculation Period shall be considered to be a 31-day month;

using the same definitions as below for 30E/360 - FBF, the fraction is:

if dd<sup>2</sup> = 31 and dd<sup>1</sup> ≠ (30, 31),

then:

$$\frac{1}{360} \times [(yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (dd^2 - dd^1)]$$

"Période" désigne le nombre de jours qui se seront effectivement écoulés entre la date de calcul de la juste valeur de marché capitalisée des Certificats telle que mentionnée dans la notification visée au paragraphe (i) ci-dessus (non incluse) et la Date de Règlement (Incluse); et

"Period" means the number of days which will have effectively elapsed between the date of calculation of the capitalised fair market value of the Certificates as indicated in the notice defined by paragraph (i) above (not inclusive) and the Settlement Date (inclusive); and

"ibor" désigne le taux interbancaire offert calculé par l'association interbancaire locale, tel que défini dans les Conditions Définitives.

"IBOR" means the interbank offered rate, calculated by the local interbank association, as defined in the Final Terms.

(2) Méthodes de réalisation de certains Ajustements sur Action

(2) Methods for making certain Adjustments on Shares

Si la Modalité 5(F)(1)(ii)(b) ci-dessus s'applique, l'Agent de Calcul devra procéder aux ajustements suivants, de telle sorte que ces ajustements prennent effet dès que possible après l'Événement, pour toutes les Dates d'Évaluations liées à l'Action concernée postérieures à l'Événement :

If Condition 5(F)(1)(ii)(b) above applies, the Calculation Agent shall make the following adjustments in such a manner that these adjustments take effect as soon as possible after the Event for all Valuation Dates linked to the relevant Share after the Event:

(i) Dans le cas d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes (réalisée sous forme d'attribution gratuite d'Actions), division d'Actions ou regroupement d'Actions (l'"Opération sur Capital") :

(i) In the event of a capital increase by the capitalisation of reserves, profits or premiums (implemented in the form of a bonus issue of Shares), a division of Shares or aggregation of Shares (the "Corporate Action"):

la nouvelle Quantité d'Actions à laquelle chaque Certificat se rapportera désormais ("Q1") sera calculée selon la formule suivante :

the new Quantity of Shares to which each Certificate is related thereafter ("Q1") shall be calculated according to the following formula:

$$Q1 = Q \times \frac{\text{nombre d'actions après l'Événement}}{\text{nombre d'actions avant l'Événement}}$$

$$Q1 = Q \times \frac{\text{number of shares after the Event}}{\text{number of shares before the Event}}$$

où "Q" est égal à la Quantité d'Actions avant ajustement ;

where "Q" is equal to the Quantity of Shares before adjustment;

"nombre d'actions" désigne le nombre d'Actions composant le capital de la Société.

"number of shares" refers to the number of Shares composing the share capital of the Company.

(ii) Dans le cas (a) d'une distribution de réserves en numéraire ou en actions cotées du portefeuille détenu par la Société, (b) d'un amortissement du capital, (c) d'une émission de titres par la Société, assortis de droits préférentiels de souscription cotés au profit des actionnaires, de droits de priorité cotés, ou de droits d'attribution cotés, ou (d) d'une attribution gratuite (autre que l'attribution gratuite d'Actions visée au paragraphe (2)(i) ci-dessus) de titres cotés au profit des actionnaires (la "Distribution d'espèces, de droits ou de titres") :

(ii) In the case (a) of a distribution of reserves in cash or in listed shares from the portfolio held by the Company, (b) a writing-off of capital, (c) an issue of securities by the Company with listed preferential subscription rights attached for shareholders, listed priority rights, or listed allotment rights, or (d) a bonus issue (other than the bonus issue of Shares described in paragraph (2)(i) above) of listed securities to shareholders (the "Distribution of cash, rights or securities") :

la nouvelle Quantité d'Actions à laquelle chaque Certificat se rapportera désormais ("Q1") sera calculée selon la formule suivante :

the new Quantity of Shares to which each Certificate is related thereafter ("Q1") shall be calculated according to the following formula:

$$Q1 = Q \times \frac{\text{Prix par Action} + D}{\text{Prix par Action}}$$

$$Q1 = Q \times \frac{\text{Price per Share} + D}{\text{Price per Share}}$$

où "Q" est égal à la Quantité d'Actions avant ajustement ;

where "Q" is equal to the Quantity of Shares before adjustment;

Exane

- |     |   |                |
|-----|---|----------------|
| 32. | Stipulations concerning Floating Rate Certificates:                             | Not Applicable |
| 33. | Stipulations governing the Interest on Certificates referenced to a formula     | Not Applicable |
| 34. | Late payment interest in the event of late Payment or delivery (Condition 7(E)) | EONIA Rate     |

**PLACEMENT**

- |     |                                  |                |
|-----|----------------------------------|----------------|
| 35. | Name of Dealer:                  | Exane Limited  |
| 36. | Additional selling restrictions: | Not Applicable |

**PRACTICAL INFORMATION**

- |     |   |  |
|-----|---|--|
| 37. | Central depository:                     | Euroclear France<br>115, rue Réaumur 75002 Paris, France |
| 38. | ISIN code:                              | FR0010532747   |
| 39. | Common Code:                            | 032646921  |
| 40. | Other Code(s):                          | WKN code: A0S16S   |
| 41. | Name and address of the Paying Agent(s) | Not Applicable   |

**OTHER GENERAL PROVISIONS GOVERNING THE CERTIFICATES**

- |     |  |  |
|-----|--|--|
| 42. | Form of the Certificates:  | Certificates in book-entry form ( <i>dématérialisés</i> )  |
|     | (i) Form of the Certificates:  | Holder   |
|     | (ii) Registrar:  | Not Applicable   |
| 43. | Additional Financial Market(s):  | Not Applicable   |
| 44. | Information concerning Partly Paid-up Certificates:                              | Not Applicable   |
| 45. | Information concerning Certificates with Settlement by Instalments:              | Not Applicable   |
| 46. | Stipulations concerning redenomination, changes in Nominal Value and convention: | Not Applicable   |
| 47. | Language:  | The English version of the Securities Conditions will be the binding language in relation to this issue. |
| 48. | Other special terms or conditions:   | Not Applicable   |

**PUBLIC OFFER(S)**

- |                  |   |
|------------------|---|
| Public offer(s): | Applicable  |
| Member State(s): | The Securities will be offered to the public in Germany and in Austria. |