



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 auszuschließen.

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 VermAnIG 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 Garantgeber.

Anders als im VermAnIG wird allerdings für Berichtspflichtige nach dem geplanten WpPG-E keine auf sechs Monate nach dem Geschäftsjahresende verkürzte Veröffentlichungsfrist vorgegeben (§26 Absatz 1 VermAnIG). Auch die im Absatz 2 VermAnIG 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 VermAnIG 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 VermAnIG 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 VermAnIG**

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 VermAnIG 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 VermAnIG 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 VermAnIG 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 Produkthanbieter 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>