



**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 Prospektspflicht 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 Prospektspflicht mehr. Allerdings eröffnet die EU-Prospektverordnung den Mitgliedstaaten die Option, unterhalb der Schwelle von 1 Mio. € anstelle einer Prospektspflicht 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 Prospektspflicht 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 Prospektspflicht 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 Prospektpflicht 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).