

**Berlin, 11. Oktober 2006**

**Stellungnahme zum Referentenentwurf  
zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente  
(MiFID)**

**und der Durchführungsrichtlinie der Kommission  
(Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz)**

**vom 14.09.2006**

Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv)  
Fachbereich Finanzdienstleistungen  
Markgrafenstr. 66  
10969 Berlin  
[fdl@vzbv.de](mailto:fdl@vzbv.de)  
[www.vzbv.de](http://www.vzbv.de)

## I. Zusammenfassende Bewertung

Die am 21. April 2004 verabschiedete Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) verfolgt neben der Erhöhung der Markttransparenz, der Stärkung des Wettbewerbs und der Erhöhung der Effizienz der Kapitalmärkte auch das Ziel eines verbesserten Anlegerschutzes.

Aus unserer Sicht sind insbesondere die darin festgeschriebenen Wohlverhaltensregeln bei der Anlageberatung, -verwaltung und -vermittlung zu begrüßen. Das Gleiche gilt hinsichtlich der konkretisierten Bedingungen zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung und hinsichtlich der verbesserten Offenlegung der Kosten.

Allerdings werden in der nationalen Umsetzung positive Ansätze der MiFID zum Teil nicht genutzt. So könnte sich der Ausschluss geschlossener Fonds aus dem Anwendungsbereich des Umsetzungsgesetzes zum einen als nicht richtlinienkonform erweisen, zum anderen aber wird hiermit eine Chance verpasst, den anleger-schutzrechtlich höchst problematischen Markt der geschlossenen Fonds besser zu regeln (vgl. II. 1.). Zudem wird der Ausschluss freier Fondsvermittler aus dem Anwendungsbereich des Umsetzungsgesetzes die schlechteren Anlegerschutzbestimmungen in der freien Fondsvermittlung manifestieren. Hier hätte die MiFID als Chance zur Verbesserung des Anlegerschutzes genutzt werden sollen (vgl. II. 2.). In gleicher Hinsicht kritisieren wir den Ausschluss von Investmentfonds von den Anforderungen zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen (vgl. II. 3.).

Darüber hinaus hätten wir es für erforderlich gehalten, die Umsetzung der MiFID auch dafür zu nutzen, derzeit unzureichend oder uneinheitlich geregelte Anlegerschutzbestimmungen zu verbessern. So fehlt eine Synchronisierung der Regelungen für die Wertpapiervermittlung mit den Regeln zur Vermittlung von Versicherungsprodukten (vgl. III. 1.) und die für einen gesunden Produktwettbewerb notwendigen einheitlichen Transparenzvorschriften für verschiedene Produktgruppen (vgl. III. 2.). Daneben wurden die Verjährungsvorschriften für eine fehlerhafte Anlageberatung nicht angepasst. Dies obwohl für die Novellierung der im Wertpapierhandelsgesetz normierten Verjährungsfristen bereits eine fertige Gesetzesformulierung im veröffentlichten Referentenentwurf eines Kapitalmarktinformati-onshaftungsgesetzes aus der letzten Legislaturperiode vorliegt (vgl. III. 3.). Obwohl die Sorgfaltspflichten in der Anlageberatung angehoben wurden, fehlt eine entscheidende Verbesserung im Sinne einer erleichterten Beweisregelung zugunsten geschädigter Anleger bei Falschberatung (vgl. III. 4.).

## II. Zu den einzelnen Vorschriften des Umsetzungsgesetzes

### **II. 1. Ausschluss geschlossener Fonds aus dem Anwendungsbereich des Umsetzungsgesetzes (§ 2 Abs. 1 WpHG)**

Das Bundesfinanzministerium hat sich mit dem vorliegenden Gesetzentwurf entschlossen, geschlossene Fonds explizit vom Anwendungsbereich des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) auszunehmen.

Es stößt auf unser Unverständnis, dass ausgerechnet ein Anlagesegment, das in der Vergangenheit in hohem Maße Kapitalverluste erzeugt hat, weiterhin von der Kontrolle der Finanzaufsicht und den Wohlverhaltensanforderungen bei der Vermittlung ausgenommen bleiben soll. Die WDR-Sendung *Ratgeber Recht*<sup>1</sup> kommt zu dem Ergebnis, das jedes Jahr die Deutschen rund 50 Milliarden Euro in unrentablen oder riskanten Anlageformen des so genannten "Grauen Kapitalmarktes" investieren - häufig zum Zweck der Altersvorsorge. Schätzungen zufolge sollen davon rund 20 Milliarden Euro verloren gehen und in die Taschen unseriöser Vermittler und betrügerischer Anbieter fließen, die die Anleger mit falschen Versprechungen überzeugen.<sup>2</sup>

Das Bundesfinanzministerium verpasst durch den Nichteinbezug geschlossener Fonds die Chance, bei der Umsetzung der MiFID in nationales Recht, den so genannten grauen Kapitalmarkt stärker zu regulieren und Anleger besser vor unseriösen Initiatoren geschlossener Fonds zu schützen.

Neben unserem ordnungspolitischen Ansatz nach stärkerer Regulierung und Kontrolle des grauen Kapitalmarktes bezweifeln wir überdies die Richtlinienkonformität dieser Entscheidung. Nach der MiFID sind *Wertpapiere, die übertragbar sind, auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können und wie Aktien oder Anteile an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere*<sup>3</sup> der Richtlinie zu unterstellen. Da geschlossene Fonds zumindest prinzipiell handelbar sind (in Deutschland an der Börse Hamburg), erscheint uns der nationale Ausschluss geschlossener Fonds aus dem Anwendungsbereich nicht richtlinienkonform. Durch die Entwicklung des Zweitmarktes an der Hamburger Börse, der aus Anlegersicht sehr zu begrüßen ist, fallen geschlossene Fonds nach unserem Verständnis unter den Wertpapierbegriff.

Dieser Aspekt sollte mit Blick auf den Harmonisierungszweck der Richtlinie auch mit der Europäischen Kommission abgestimmt werden. Denn nach unserem Kenntnisstand gelten in anderen europäischen Staaten, zum Beispiel in den Niederlanden, geschlossene Fonds als Wertpapiere. In den Niederlanden würden danach die Anforderungen der MiFID für geschlossene Fonds gelten, während in Deutschland ein deutlich geringeres Schutzniveau bestünde. Das Ziel der MiFID, einen harmonisierten Finanzmarkt zu schaffen, würde durch die national unterschiedliche Auslegung des Richtlinien textes unterlaufen.

Auch können wir die Argumentation zum Gesetzentwurf, nach der geschlossene Fonds nicht als Wertpapiere einzustufen sind, nicht teilen: Nach § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG-E zählen auch „andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie mit Aktien vergleichbar sind“ zu den Wertpapieren. Die Nichtanwendbarkeit des Gesetzes auf Anteile an geschlossenen Fonds wird hier damit begründet, dass die Anteile an geschlossenen Fonds nicht mit Aktien vergleichbar seien, da die Übertragung von Aktien und diesen Anteilen nicht derselben rechtlichen Verfahrensweise folgen würden. Diese Überlegung kann so nicht überzeugen. Denn in der Realität sind die

<sup>1</sup> WDR, Ratgeber Recht Sendedatum: 19.12.2004

<sup>2</sup> WDR, Ratgeber Recht Sendedatum: 19.12.2004

<sup>3</sup> Artikel 4 Abs. 1 Nr. 18 a MiFID

tatsächlichen Übertragungsmechanismen identisch. Aktien werden nicht als einzelne Urkunden, sondern als eine einzige Globalurkunde bei einem Verwahrer zentral gelagert. Bei einer Übertragung einer Aktie wird sie nicht von Depot A nach Depot B gebracht, sondern der Herausgabeanspruch des Anlegers A an den Anleger B abgetreten. Auch bei der Übertragung von Anteilen an geschlossenen Fonds werden Ansprüche des Anlegers A an den Anleger B abgetreten. Die Vorschriften über den Erwerb von Nichtberechtigten von Aktien sind reine rechtliche Fiktionen.

Schließlich ist die Position des Bundesfinanzministeriums aus Anlegerschutzgründen nicht nachzuvollziehen. Aus der Perspektive des Anlegers handelt es sich bei geschlossenen Fonds um vergleichbare Unternehmensbeteiligungen wie Aktien. Trotzdem bestehen erhebliche Schutzunterschiede: unterschiedliche Kontrolle durch die Finanzaufsicht, unterschiedliche Informations- und Transparenzanforderungen, unterschiedliche Widerruflichkeit und unterschiedliche Wohlverhaltensregeln in der Anlagevermittlung.

Mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz hat der Gesetzgeber immerhin versucht, die unterschiedlichen Schutzbestimmungen etwas anzugleichen. Durch die Einführung einer gesetzlichen Prospektpflicht für geschlossene Fonds, wie sie schon für Wertpapiere besteht, wurde das Schutzniveau zumindest etwas angehoben. Diesen Gesetzesvorstoß hat der Verbraucherzentrale Bundesverband damals grundsätzlich begrüßt, jedoch kritisiert, dass mit der Prospektpflicht keine Kontrolle der Richtigkeit der Prospektangaben durch die Finanzaufsicht verbunden wurde. Mit dem Gesetz zur Umsetzung der MiFID besteht nunmehr die Möglichkeit, die organisatorischen, aufsichtsrechtlichen und Transparenzanforderungen als auch den Verkauf an den Endkunden einer gesetzlichen Regelung zuzuführen. Diese Chance sollte aus unserer Sicht genutzt werden.

Die Anwendung des Gesetzes auf geschlossene Fonds hätte dabei einen marktberreinigenden Effekt. Nach Einschätzung von Marktexperten sollen nur wenige Initiatoren geschlossener Fonds (etwa 15%) die Anforderungen der MiFID überhaupt erfüllen können. Vor allem die kleineren Fonds hätten jedoch eher Probleme mit der Erfüllung dieser Anforderungen. Dies wäre jedoch aus unserer Sicht zum Vorteil der Anleger, denn die meisten der Anlagebetrüger im Marktsegment geschlossener Fonds seien nach Erfahrungen des Fondsanalysten Loipfinger unter den kleinen zu finden<sup>4</sup>. Insgesamt wäre die Unterstellung geschlossener Fonds unter die harte Kontrolle der Finanzaufsicht zum Vorteil seriöser Anbieter und damit zum Vorteil der Anleger und des Finanzplatzes Deutschland. Durch die Marktbereinigung würde sich der Mehraufwand für die Finanzaufsicht in Grenzen halten.

Vor dem Hintergrund dieser Argumente fordern wir die Anwendung der MiFID auch auf geschlossene Fonds. Um den Anforderungen des Anlegerschutzes und der MiFID gerecht zu werden und um Kapitalverluste durch unseriöse Angebote deutlich zu reduzieren, fordern wir eine gesetzliche Regulierung dieses Finanzinstruments und eine entsprechende Kontrolle durch die Finanzaufsicht. Daneben sollten die Wohlverhaltensregeln bei der Vermittlung und Beratung zu dieser Anlageform gelten, wie:

- Erfüllung der Wohlverhaltensregeln der Anlageberatung und Vermittlung (§ 31 Abs. 4 und 5 WpHG-E)
- Informationspflichten zu Kosten, Risiken, Provisionen, Gebühren oder sonstigen Geldleistungen (§ 31 Abs. 2 und 3 WpHG-E und § 31d WpHG-E)
- Anforderungen zur Sachkunde des Vermittlers (§ 32 Abs. 1 KWG) und

---

<sup>4</sup> vgl. Schwarzen Schafen droht das Aus, Hamburger Abendblatt, 01.07.2006

- Regelungen zur Berufshaftpflicht (§ 33 Abs. 1 Satz 2 KWG-E).

## **II. 2. Ausschluss freier Fondsvermittler aus dem Anwendungsbereich des Umsetzungsgesetzes (§ 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG)**

Zur Stärkung des Anlegerschutzes bestimmt und konkretisiert die MiFID wichtige Wohlverhaltensregelungen bei der Anlageberatung, -verwaltung und -vermittlung. Der EU-Gesetzgeber unterstreicht hiermit, dass die Anlageberatung und Investmententscheidung nur unter bestimmten Voraussetzungen anleger- und anlagegerecht funktionieren kann. Zu diesen Voraussetzungen zählen unter anderem die Information des Verbrauchers über Kosten, Risiken und Provisionszahlungen, eine hohe Verantwortlichkeit des Anlageberaters, -verwalters und -vermittlers für seine Anlageempfehlung/-vermittlung (Eignungs-/Suitability- beziehungsweise Angemessenheits-/Appropriateness-Test), Regelungen zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen (Best-Execution), eine fachliche Eignung des Anlageberaters und eine angemessene Berufshaftpflichtversicherung.

Diese Anlegerschutzbestimmungen sollten dabei unseres Erachtens völlig unabhängig vom jeweiligen Vertriebsweg erforderlich sein. Das heißt, es sollte letztlich für die Frage der Qualität der erbrachten Anlageberatung und -vermittlung unerheblich sein, ob diese durch einen gebundenen Bankberater oder durch einen ungebundenen Anlagevermittler erbracht wird.

Dessen ungeachtet hat sich der deutsche Gesetzgeber im vorliegenden Gesetzentwurf - auf Grundlage einer fakultativen Ausnahmemöglichkeit nach Artikel 3 Abs. 1 der MiFID - entschieden, ungebundene Investmentvermittler, die ausschließlich Anlageberatung, -verwaltung und -vermittlung bezogen auf Investmentfonds betreiben, nicht den beschriebenen Wohlverhaltensregeln zu unterstellen. Damit wird der Status quo in Deutschland zum Nachteil der Anleger aufrechterhalten. Gemäß § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG unterliegen bereits heute freie Finanzvermittler dann nicht der Kontrolle der Finanzaufsicht, wenn sich die Anlage- und Abschlussvermittlung allein auf Investmentfonds begrenzt.

Mit der nationalen Nutzung der Ausnahmeregelung wird der Anlegerschutz damit auch künftig von den jeweiligen Vertriebswegen abhängig bleiben. Dies ist in Hinblick darauf, dass Investmentfonds in ihrer Anlagestruktur durchaus chancenorientiert strukturiert sind und damit mit entsprechenden Risiken behaftet sein können, aus unserer Sicht nicht vertretbar.

Hierzu kommt, dass Verbraucher das unterschiedliche Schutzniveau, das ihnen je nach Vertriebsweg zusteht, nicht erkennen. Verbraucher werden daher von einheitlichen Schutzbestimmungen ausgehen - schließlich handelt es sich um die Vermittlung desselben Finanzprodukts. Freie Fondsvermittler, werden daher trotz deutlich niedriger Wohlverhaltensregeln dasselbe Vertrauen beim Verbraucher genießen, wie beaufsichtigte Finanzvermittler. Dieses Ergebnis ist nach unserem Dafürhalten für die Verbraucher überaus negativ und führt zudem zu einem Wettbewerbsvorteil für wenig oder nicht qualifizierte Vermittler.

Ein weiterer Nachteil der geplanten Ausnahmeregelung ist die Nichtgeltung der ansonsten geltenden Bestimmungen für die bestmögliche Ausführung nach § 33a WpHG-E, wenn der Fondskauf über einen freien Fondsvermittler abgewickelt wird. Auch diese unterschiedliche Behandlung, die sich zu einem Nachteil auswirken kann, wird der Verbraucher nicht vermuten und nicht erkennen.

Ein Blick darauf, um welche Vermittler es sich bei den so genannten freien Fondsvermittlern handeln wird, bestätigt unsere Kritik umso mehr: Freie Fondsvermittler im Sinne der Richtlinie sind beispielsweise Personen, die sich selbst als "unabhängige Finanzberater" bezeichnen. Diese handeln mitunter tatsächlich unabhängig von Investmentgesellschaften. Häufig wird es sich jedoch um Vermittler handeln, die in Finanzstrukturvertriebe eingebunden sind. Über die Vertriebspraxis der

Strukturvertriebe ist zumindest teilweise bekannt, dass die Produktempfehlungen oft nicht objektiv und unabhängig von den mit dem Strukturvertrieb verbundenen Versicherungen und Investmentgesellschaften sind. Aufgrund der provisionsabhängigen Vergütung des Vertriebs bestehen strukturelle Interessenkonflikte. Sie können sich in Form von provisionsbedingten Loyalitätskonflikten, Bedarfsanalysen, einseitiger Beratung bei der Vermögensvorsorge und einer lückenhaften Beratung über die Risiken des den Kunden jeweils empfohlenen Vertrags äußern.

Für die in Artikel 3 der MiFID statuierte fakultative Ausnahme hat sich seinerzeit der *Arbeitgeberverband der finanzdienstleistenden Wirtschaft (AfW)* eingesetzt. Der AfW behauptete damals, dass eine Unterstellung freier Vermittler unter die MiFID zu einer Zerstörung der beruflichen Existenz von 300.000 freien Vermittlern führen würde. Allerdings fußte diese Behauptung auf einer verzerrten Interpretation der MiFID. Schließlich waren im Richtlinienentwurf<sup>5</sup> schon damals die Unterschiede zwischen reinen Finanzvermittlern und -beratern auf der einen Seite und Finanzinstituten auf der anderen Seite, die selber Kundengelder halten, berücksichtigt. Das heißt, die MiFID berücksichtigt hinsichtlich ihrer aufsichtsrechtlichen Anforderungen sehr wohl die Besonderheiten solcher Wertpapierfirmen, die lediglich Anlagevermittlung und -beratung betreiben. So ändert beispielsweise Artikel 67 die Kapitaladäquanzrichtlinie (93/6/EWG), indem deren Art. 2 Abs. 2 um einen vierten Spiegelstrich erweitert wird. Die Folge: „*Firmen, die ausschließlich für die Anlageberatung zugelassen sind und/oder Aufträge von Anlegern entgegennehmen und weiterleiten, ohne dass sie Geld oder Wertpapiere ihrer Kunden halten, und die aufgrund dessen zu keiner Zeit zu Schuldnern dieser Kunden werden können*“ unterliegen nicht den in der Kapitaladäquanzrichtlinie vorgeschriebenen Eigenkapitalvorschriften. Gemäß Artikel 67 MiFID sind freie Vermittler lediglich verpflichtet, ein bestimmtes Anfangskapital vorzuhalten, eine Berufshaftpflichtversicherung abzuschließen oder eine Kombination aus beidem zu erfüllen.

Die den Mitgliedsstaaten eingeräumte Option einer fakultativen Ausnahme ist aus unserer Sicht daher überflüssig, weil ohne ihre Nutzung die Existenz der freien Vermittler nicht gefährdet würde, jedoch der Verbraucherschutz bei einer reinen Fondsvermittlung durch freie Vermittler deutlich hinter ansonsten geltenden Anlegerschutzbestimmungen zurück bleibt.

Wir fordern das Bundesfinanzministerium eindringlich auf, beim Umsetzungsgesetz der MiFID keinen Gebrauch von der fakultativen Ausnahme zu machen, sondern für alle Fondsvermittler einheitliche Standards zu schaffen. Zumindest müssen um Schutz der Anleger und zum Schutz des Vertrauens in die Finanzmärkte ebenfalls für freie Fondsvermittler folgende Wohlverhaltensregeln gelten:

- Erfüllung der Wohlverhaltensregeln der Anlageberatung und Vermittlung (§ 31 Abs. 4 und 5 WpHG-E)
- Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen (§ 33a WpHG-E)
- Informationspflichten zu Kosten, Risiken, Provisionen, Gebühren oder sonstigen Geldleistungen (§ 31 Abs. 2 und 3 WpHG-E und § 31d WpHG-E)
- Anforderungen zur Sachkunde des Vermittlers (§ 32 Abs. 1 KWG) und
- Regelungen zur Berufshaftpflicht (§ 33 Abs. 1 Satz 2 KWG-E).

---

<sup>5</sup> heute gemäß Artikel 5 Abs. 3 der MiFID

### **II. 3. Ausschluss von Investmentfonds von den Anforderungen zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen § 33 a WpHG-E**

Nach der Gesetzesbegründung zu § 33 a WpHG-E, der die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen betrifft und einen zentralen Gesichtspunkt der Finanzmarkttrichtlinie darstellt, wird die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen an Sondervermögen über eine Depotbank von der Anwendung der Vorschrift ausdrücklich ausgenommen.

In der Konsequenz bedeutet diese Ausnahme eine Einschränkung des mit dem so genannten „best execution“ verfolgten Anlegerschutzes, wonach Finanzinstitute alle Vorkehrungen treffen müssen, um das bestmögliche Ergebnis für seine Kunden zu erreichen. Zudem führt die Ausnahme zur Privilegierung dieses Ausführungsweges gegenüber dem börslichen Fondshandel. Schließlich muss aus unserer Sicht die Richtlinienkonformität dieser Sonderbehandlung überprüft werden, denn Artikel 21 der Finanzmarkttrichtlinie als maßgebende Vorschrift zur „best execution“ erfasst vom Wortlaut her sämtliche Gattungen von Finanzinstrumenten. Zu den Finanzinstrumenten gehören nach Artikel 4 Absatz 1 Ziffer 17 in Verbindung mit Anhang I Abschnitt C Ziffer 1 der Finanzmarkttrichtlinie „übertragbare Wertpapiere“. Hierzu zählen auch Anteile an offenen Investmentfonds. Die Richtlinie eröffnet daher keinen Spielraum für die getroffene Ausnahme.

Wir fordern daher folgenden Passus in der Gesetzesbegründung zu § 33a WpHG-E auf Seite 47, Absatz 2 zu streichen:

*„Die Ausgabe oder die Rücknahme von Anteilen an Sondervermögen oder Investmentaktiengesellschaften im Sinne des § 23 des Investmentgesetzes über eine Depotbank ist keine Ausführung von Kundenaufträgen im Sinne des Absatzes 1. Der Abruf von Anteilsscheinen über eine Depotbank ist dem Handel an einem Ausführungsplatz im Sinne des Absatzes 5 nicht vergleichbar. Die Preisermittlung erfolgt gemäß § 36 des Investmentgesetzes, der einen angemessenen Kundenschutz gewährleistet und als lex specialis den Regelungen des § 33a vorgeht.“*

### **II. 4. Rechtzeitigkeit der Kundeninformation (§ 31 Abs. 3 WpHG-E)**

Wir begrüßen die Regelung nach § 31 Abs. 3 WpHG-E, nach der klargestellt wird, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet sind, Kunden rechtzeitig alle Informationen zur Verfügung zu stellen, die angemessen sind, damit die Kunden nach vernünftigem Ermessen die Art und die Risiken der ihnen angebotenen oder von ihnen nachgefragten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidungen treffen können. Der Kunde soll auf informierter Grundlage eine sinnvolle Anlageentscheidung, die seinen Interessen entspricht, treffen können<sup>6</sup>. Hierzu muss ihm die Zeit und Ruhe zugestanden werden, die Informationen entsprechend zu studieren.

Aus unserer Sicht ist diese Norm für Verbraucher uneingeschränkt relevant, so dass wir ausdrücklich unterstützen, diese Regelung in der Form des Regierungsentwurfs unverändert umzusetzen. Mögliche Vorschläge, nach denen die *Rechtzeitigkeit der Kundeninformation* durch ein beispielsweise eintägiges Widerrufsrecht abgelöst werden können sollen, werden von uns deutlich abgelehnt.

Wir setzen uns daher nachdrücklich für eine Klarstellung in der Gesetzesbegründung ein, dass die *Rechtzeitigkeit der Kundeninformation* zwingend eine Vorvertraglichkeit der Information voraussetzt.

---

<sup>6</sup> vgl. Gesetzesbegründung Seite 28

## **II. 5. Provisionsoffenlegung und Offenlegung von Zuwendungen (§ 31d WpHG-E)**

Provisionen sollten nominell ausgewiesen werden. Abstrakte Ausweisungen der Provisionen müssen ausgeschlossen werden, denn zur sachgerechten Beurteilung des Finanzproduktes muss die Höhe der Provisionen den Kunden bekannt sein.

Nach § 31d Abs. 1 WpHG-E dürfen Finanzinstitute nur Zuwendungen von Dritten annehmen oder an Dritte gewähren, wenn Existenz, Art und Umfang dem Kunden in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise deutlich offen gelegt wird. Der Verbraucherzentrale Bundesverband begrüßt diese Regelung ausdrücklich, da sie für mehr Transparenz bei Wertpapiergeschäften sorgen wird.

Jedoch wird der positive Ansatz in § 31d Abs. 3 WpHG-E unnötig relativiert. Danach kann die Offenlegung in Form einer Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile einer Vereinbarung über Zuwendungen erfolgen, sofern das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden die Offenlegung der näheren Einzelheiten anbietet und auf Nachfrage gewährt. Diese Ausnahme ist in der entsprechenden Richtlinie<sup>7</sup> nicht zwingend vorgeschrieben und nach unserer Ansicht auch nicht geboten. Als Kompromiss wäre es vorstellbar, dass die Information in abstrakter Art und Weise gegeben wird, gleichzeitig aber ein Hinweis erfolgt, wo und auf welche (einfache) Weise der Kunde detaillierte Informationen zu den konkret auf das betroffene Geschäft geflossenen Zuwendungen abrufen kann.

Die Zuwendung muss die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung verbessern. Dabei wird nach § 31d Abs. 4 WpHG-E vermutet, dass sie eine qualitative Verbesserung der Anlageberatung gegenüber dem Kunden bezweckt, sofern die Beratung beziehungsweise die Empfehlungen trotz der Annahme der Provision unvoreingenommen erfolgen. Diese Regelung erscheint nicht praktikabel. Denn sämtliche gesetzlichen Vermutungen des allgemeinen Zivilrechts knüpfen an objektive Maßstäbe (etwa den Besitz oder die Eintragung im Grundbuch) an. Auch typische, tatsächliche Geschehensabläufe können eine Vermutung auslösen. Es ist jedoch fern liegend, eine gesetzliche Vermutung von einer subjektiven Einstellung abhängig zu machen. Man kann allenfalls bei Vorliegen objektiver Umstände auf eine Intention schließen.

Daher sollte die in § 31d Abs. 4 WpHG-E statuierte Vermutung auf einer objektiven Grundlage fußen. Eine solche objektive Grundlage wäre die bestmögliche Ausführung der Dienstleistung nach § 33a WpHG-E.

## **II. 6. Qualifizierungsanforderungen für die Vermittlung von Investmentprodukten (§ 32 KWG)**

Der Gesetzentwurf lässt bislang völlig offen, welche Anforderungen an den Fachkundenachweis der Vermittler von Investmentprodukten zu erfüllen sind, während bei der Vermittlung von Versicherungsprodukten im Rahmen der Umsetzung der Versicherungsvermittlerrichtlinie - wenn auch viel zu geringe - Qualifizierungsanforderungen formuliert werden.

Da die berufliche Qualifizierung der Vermittler von Finanzprodukten eine entscheidende Voraussetzung für die Beratungsqualität ist, empfehlen wir dringend, eine geeignete Ermächtigungsgrundlage zu schaffen und die Anforderungen an die fachliche Eignung für die Vermittlung von Investmentprodukten später auf dem Verordnungsweg zu definieren.

---

<sup>7</sup> Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie



## **II. 7. Zulassung und Delisting von Wertpapieren (§ 39 BörsG-E)**

Nach § 32 BörsG-E sollen für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im Regulierten Markt künftig nicht mehr die Zulassungsstellen der jeweiligen Börsen, sondern die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zuständig sein. Gleiches gilt dann naturgemäß auch für den "actus contrarius", also den Widerruf der Zulassung.

Nach bisheriger Rechtslage ist es zu Problemen und Wertungswidersprüchen beim so genannten Delisting, also dem Widerruf auf Antrag des Emittenten, gekommen. Bislang bestimmt § 38 Abs. 4 BörsG, dass die Zulassungsstelle die Zulassung zum amtlichen Markt auf Antrag des Emittenten widerrufen kann. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen (38 Abs. 4 Satz 2 BörsG). § 38 Abs. 4 Satz 5 überlässt die weiteren Einzelheiten zum Widerruf und damit auch die Ausgestaltung der Anlegerschutzkriterien den jeweiligen Börsenordnungen der einzelnen Börsenplätze.

Dabei bestehen derzeit erhebliche Unterschiede in den Anlegerschutzniveaus zwischen den einzelnen Börsen. So sieht zum Beispiel § 74 Abs. 4 der Börsenordnung der Börse Düsseldorf für das vollständige Delisting (nach dessen Durchführung die Wertpapiere auch an keinem anderen inländischen oder ausländischen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG zugelassen sind) vor, dass den Aktionären des betroffenen Emittenten ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten ist. Dieses muss den Kriterien des WpÜG sowie der flankierenden Angebotsverordnung entsprechen. Ferner muss eine Ermächtigung des Vorstandes für den Antrag auf Delisting im Rahmen einer Hauptversammlung erteilt worden sein. Für diese Beschlussfassung gilt die auf eine gesellschaftsrechtliche Beschlussanfechtung bezogene Rechtsprechung des Bundesgerichtshof im Verfahren ING-RAM/MACROTRON (BGH, Urteil vom 25. November 2002 - II ZR 133/01). Der BGH verlangt nicht nur ein Pflichtangebot an die Aktionäre des rückzugswilligen Emittenten, sondern auch eine gerichtliche Überprüfung der Offerte nach den Regeln des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens.

Demgegenüber begnügt sich die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse mit einer reinen Fristenregelung. Nach § 58 Abs. 1 Nr. 2 BörsO-FWB in Verbindung mit Abs. 2 Satz 3 soll der Anlegerschutz bereits dadurch gewahrt sein, dass zwischen der Ankündigung des Delistings und seinem Wirksamwerden ein Zeitraum von sechs Monaten liegen muss. Für die Aktionäre der rückzugswilligen Gesellschaft bestehe damit hinreichende Gelegenheit, Ihre Anteile über die Börse zu verkaufen.

Aus unserer Sicht wird der Anlegerschutz durch die reine Fristenregelung der Frankfurter Wertpapierbörse massiv beeinträchtigt. Denn durch die Ankündigung des Delistings wird ein Verkäuferwettlauf ausgelöst, der zu stark rückläufigen Kursen führt und die Aktionäre zu einer Veräußerung "unter Wert" zwingt. Verstärkt wird diese Entwicklung dadurch, dass es im Markt mit Ausnahme des Großaktionärs, der den Rückzug in den meisten Fällen initiiert haben dürfte, keine potenziellen Käufer gibt. Denn es ist kaum vorstellbar, dass Anleger Aktien erwerben, für die in wenigen Monaten infolge des dann wirksam werdenden Delistings keine börsenmäßige Veräußerungsmöglichkeit mehr besteht.

Vor diesem Hintergrund befürworten wir die vorgesehene Übertragung der Zuständigkeit für die Zulassung von Wertpapieren zum "Regulierten Markt" und für den Widerruf von der Zulassungsstelle auf die BaFin. Wir erwarten hiervon eine Harmonisierung der Anlegerschutzkriterien für das vollständige Delisting über alle Börsenplätze hinweg durch eine einheitliche Verwaltungspraxis der Bundesanstalt auf einem Niveau, das den Anforderungen des BGH im Verfahren ING-RAM/MACROTRON entspricht.

### **III. Würdigung fehlender Regelungen und hieraus abgeleitete Forderungen**

#### ***III. 1. Fehlende Synchronisierung mit Versicherungsvermittlerrichtlinie***

Bedauerlicherweise wurde der zeitliche Zusammenfall der Umsetzung der MiFID und der Versicherungsvermittlerrichtlinie nicht genutzt, um endlich kohärente Regelungen für die Vermittlung sowohl von Versicherungen als auch Wertpapieren zu schaffen. Kapital bildende Finanzprodukte stehen miteinander im Wettbewerb und die Vermittlung beider Produktarten erfolgt oft aus einer Hand. Es ist nicht nachvollziehbar, warum auf die Vermittlung fondsgebundener Lebensversicherungen andere Vorschriften Anwendung finden sollen als auf die Vermittlung von Fondssparplänen (im ersten Fall würde im Fall der Falschberatung die Berufshaftpflicht greifen können, im zweiten Fall je nach Vertriebsweg nicht). Die Schaffung einheitlicher Standards für die Vermittlung sämtlicher Finanzprodukte wäre daher dringend erforderlich, um Wettbewerbsverzerrungen und falsche Entscheidungen zu vermeiden. Differenzierte Wohlverhaltenspflichten getrennt nach Wertpapier- und Versicherungsvermittlung sind vor dem Hintergrund zunehmender Allfinanzvermittlung nicht mehr zeitgemäß und nicht zu rechtfertigen.

Unseres Erachtens sollte hierzu mittelfristig ein allgemeines und generell auf die Vermittlungssituation von Finanzprodukten und Versicherungen anzuwendendes Finanzdienstleistungsvermittlungsgesetz verfasst werden. Im Kern geht es uns dabei um einheitliche Informationspflichten zu Kosten, Risiken, Provisionen, Gebühren oder sonstigen Geldleistungen, um Anforderungen zur Sachkunde des Vermittlers und den Regelungen zur Berufshaftpflichtversicherung, um die Offenlegung der Berufshaftpflichtabsicherung, um eine Pflicht zur Offenlegung des Vermittlerstatus (das heißt den vertraglichen Verbindungen zu Finanzinstituten und Versicherungen), um eine Pflicht zur Offenlegung der „Beratungsgrundlage“ (auf welches Produktangebot greift der Vermittler als Grundlage seiner Empfehlungen zurück) und um eine Pflicht zur Begründung der zu jedem Produkt gegebenen Ratschläge.

#### ***III. 2. Mangelnde Einheitlichkeit hinsichtlich der Transparenzanforderungen bei unterschiedlichen Finanzinstrumenten***

Um dem Informationsbedürfnis von Verbrauchern für eine sachgerechte Finanzentscheidung, vor allem aber um der Forderung nach einheitlichen Wettbewerbsbedingungen zwischen allen Finanzprodukten gerecht zu werden, mahnen wir eine Verpflichtung zur Offenlegung von Provisionen und Abschlusskosten an, und zwar nicht nur gemäß des Umsetzungsgesetzes bei Wertpapieren, sondern gleichermaßen bei Versicherungsprodukten und geschlossenen Fonds.

Denn die Kosten, mit denen Finanzprodukte belastet werden, haben einen entscheidenden Einfluss auf deren Rendite und sind daher bei der Wahl für und im Vergleich von Finanzprodukten ein sehr wichtiges Auswahlkriterium. Eine besonders große Rolle spielt dabei die durch Provisionsvergütungen hervorgerufene Kostenbelastung. Da die Provisionshöhe leider oft die Anlageempfehlung durch Vermittler beeinflusst, ist die Transparenz der Provisionen von besonderer Bedeutung.

Vor diesem Hintergrund begrüßen wir die durch die MiFID geregelte Transparenz der Provisionszahlungen. Allerdings sehen wir einen entscheidenden Nachteil zum einen für Verbraucher, zum anderen für den Wettbewerb zwischen verschiedenen Finanzprodukten dadurch, dass die Offenlegung der Provisionshöhe nicht gleichermaßen für konkurrierende Versicherungsprodukte und geschlossene Fonds Anwendung finden. Solange bei bestimmten Finanzprodukten die Kostenbelastung und -struktur verschleiert bleiben darf, führt dies zu der irrigen Annahme beim Verbraucher, dass bei intransparenten Produkten im Gegensatz zu kostentranspa-

renten Produkten keine Gebühren anfallen. In der Konsequenz werden sich Verbraucher vielfach für die vermeintlich kostenfreien Produkte entscheiden, obwohl diese gerade wegen der hohen Kosten nicht empfehlenswert sind, weil sie schlechtere Renditechancen bieten. Dieser dadurch verzerrte Preiswettbewerb führt zur Begünstigung intransparenter und mit hohen Kosten belasteter Finanzprodukte.

### **III. 3. Kurze Verjährungsfristen bei fehlerhafter Anlageberatung**

Im Zivilrecht sind in den vergangenen Jahren die Verjährungsvorschriften vereinheitlicht worden. In diesem Zusammenhang wurden auch bestehende Sondervorschriften für beratende Berufe wie etwa Rechtsanwälte oder Steuerberater aufgehoben. Für diese Berufsgruppen gelten nun die Verjährungsvorschriften des allgemeinen Zivilrechts.

Im Bereich des Kapitalmarktes wurden jedoch Sonderregelungen aufrechterhalten. So gelten für die Haftung wegen fehlerhafter Beratung im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung kurze Verjährungsfristen von nur drei Jahren<sup>8</sup>. Diese beginnen nicht ab Kenntnis des Schadens oder der Falschberatung zu laufen, sondern von dem Zeitpunkt an, in dem der Anspruch entstanden ist, das heißt ab Kauf des Finanzinstruments.

Im Ergebnis führt diese künstliche Aufspaltung der Verjährungsvorschriften zu folgender Konsequenz: Da gemäß § 2a Abs. 1 Nr. 6 WpHG-E die Tätigkeit der Angehörigen freier Berufe, die Wertpapierdienstleistungen nur gelegentlich im Rahmen eines Mandatsverhältnisses erbringen, nicht als unter das Gesetz fallende Wertpapierdienstleistung gilt, verjähren Schadensersatzansprüche gegen diese Berufsgruppe im Zusammenhang mit einer Falschberatung innerhalb von drei Jahren nach Kenntnis, spätestens nach zehn Jahren. Professionelle Anbieter dieser Beratungsdienstleistung, deren Haupterwerb diese Dienstleistung ist, haften dagegen nur drei Jahre lang.

Zusätzlich zeigen unsere Erfahrungen in der Verbraucherberatung zu Finanzdienstleistungen, dass diese Verjährungsfristen zu kurz sind. Da es sich häufig um Anlageempfehlungen mit einem langfristigen Anlagehorizont, beispielsweise zum Zweck der Altersvorsorge handelt, erhalten Verbraucher nicht selten erst dann Kenntnis von berechtigten Ansprüchen, nachdem die Fristen bereits abgelaufen sind.

Diese nachteiligen Umstände sind dem Bundesfinanzministerium dabei längst bekannt. Deshalb wollte das Ministerium mit dem Referentenentwurf des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) vom 7.10.2004 unter anderem die zu kurzen Fristen in der Anlageberatung durch Streichung des § 37a WpHG an die allgemeinen Verjährungsregeln für Schadensersatzansprüche anpassen. Leider ist der Entwurf seiner Zeit zunächst auf Eis gelegt worden, dies jedoch nicht wegen der geplanten Änderung der Verjährungsvorschriften.

Deshalb sollte jedoch nun die Gelegenheit der Umsetzung der MiFID genutzt werden, auch die Verjährungsfristen in der Anlageberatung an die allgemeine zivilrechtliche Verjährung anzupassen. § 37a WpHG sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

### **III. 4. Beweislast bei fehlerhafter Anlageberatung**

Bislang ist es die Aufgabe geschädigter Verbraucher, Fehler der Anlageberatung, wie beispielsweise eine falsche Risikoaufklärung, darzulegen und zu beweisen. Die Darlegungs- und Beweislast der Pflichtverletzung, die den Schadensersatz-

---

<sup>8</sup> § 37a WpHG

anspruch begründet, liegt also beim Verbraucher. Häufig hat dieser jedoch Schwierigkeiten, diesen Beweis zu erbringen. So ist beispielsweise der Beweis, auf Risiken eines Finanzinstruments nicht hingewiesen worden zu sein, in der Regel nur schwer zu erbringen. Das führt dazu, dass falsch beratene Verbraucher im Schadensersatzprozess häufig unterliegen.

Gleichzeitig werden die bereits geltenden Pflichten in der Anlageberatung, -verwaltung, und -vermittlung durch die Umsetzung der MiFID<sup>9</sup> konkretisiert. Die MiFID<sup>10</sup> und die Durchführungsrichtlinie<sup>11</sup> verbinden mit diesen Pflichten den so genannten *Suitability- oder Appropriateness-Test*. Diese erfordern eine verpflichtende Beurteilung der *Eignung* beziehungsweise *Angemessenheit* des empfohlenen oder vermittelten Finanzinstruments bei jedem Beratungs-/Verwaltungs- oder Vermittlungsgeschäft (Ausnahme: Execution Only). Anlageberater müssen danach genauestens beurteilen, ob das konkrete Geschäft oder die konkrete Wertpapierdienstleistung im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung den Anlagezielen des betreffenden Kunden entspricht, die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sind und der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann<sup>12</sup>.

Die Verantwortung für die Eignung der Empfehlungen oder Angemessenheit der Vermittlung liegt demnach beim Finanzinstitut. Trotz dieser Verantwortungsverteilung muss der geschädigte Anleger die Falschberatung beweisen. Aus unserer Sicht ist diese Beweisverteilung nicht tragbar. Vielmehr sollte - vor dem Hintergrund, dass dem Berater und Vermittler bestimmte Beratungs- beziehungsweise Sorgfaltspflichten obliegen - ihn auch die Beweislast für die Erfüllung dieser Pflichten zukommen. Berater und Vermittler sollten die sorgfältige Überprüfung der Eignung oder Angemessenheit der Wertpapierdienstleistung darlegen müssen - zusammen mit der Erfüllung aller Informations- und Aufklärungspflichten. Der geschädigte Anleger sollte hingegen lediglich den Nachweis über den Schaden und einen substantiellen Vortrag zum Vorwurf der Falschberatung erbringen müssen.

In diesem Sinne sollen die Wohlverhaltensvorschriften zur Information und Beratung des Verbrauchers nicht nur aufsichtsrechtlich geregelt werden. Sie gehören ebenfalls ins Zivilrecht.

---

<sup>9</sup> § 31 Abs. 4 und 5 WpHG-E

<sup>10</sup> Artikel 19 Absatz 4 und 5 MiFID

<sup>11</sup> Artikel 36 und 37 DurchführungsRL

<sup>12</sup> § 31 Abs. 4 und 5 WpHG-E