

**Kleinanlegerschutzgesetz:
Keine Hürden für die
Unternehmensfinanzierung**

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. zum Referentenentwurf eines
Kleinanlegerschutzgesetzes, 17.10.2014

Einleitung

Ziel des Referentenentwurfs zum Kleinanlegerschutzgesetz ist mehr Transparenz im Bereich der Vermögensanlagen und im sog. Grauen Kapitalmarkt. Laut der Begründung soll der Schutz von Anlegern verbessert und damit das Risiko von Vermögensverlusten vermindert werden.¹

1. Dazu soll unter anderem der Anwendungsbereich des Gesetzes über Vermögensanlagen (VermAnlG) erweitert werden. Damit würden verschiedene Fremdkapitalinstrumente von Unternehmen wie Schuldscheindarlehen und Commercial Papers ebenfalls miteinbezogen. Es gibt zwar eine Vielzahl von Ausnahmeregelungen für diese Instrumente. Sie sind aber überwiegend unbestimmt und führen zu Auslegungsschwierigkeiten. Dass derartige Fremdkapitalinstrumente, die sich typischerweise an institutionelle Anleger richten, dem Anwendungsbereich unterfallen, entspricht nicht dem Ziel des Referentenentwurfs und auch nicht der Intention des VermAnlG selbst. Das VermAnlG beruht auf dem Gedanken, für mehr Transparenz auf dem Grauen Kapitalmarkt zu sorgen und damit Anleger vor unseriösen Anbietern beziehungsweise Geschäftspraktiken zu schützen.² Die oben genannten Instrumente werden allerdings regelmäßig nur an eine geringe Zahl institutioneller Anleger verkauft / emittiert. Ein Bedürfnis für diese Investorengruppe, dem Schutz des VermAnlG zu unterfallen, gibt es nicht. Offensichtlich handelt es sich hierbei auch um eine nicht intendierte Nebenwirkung, die sich insbesondere durch einen sehr weiten Wortlaut des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E ergibt.
2. Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz soll zudem bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der Schutz kollektiver Verbraucherinteressen als Aufsichtsziel verankert werden. Damit soll die BaFin jegliche Anordnungen treffen können, um verbraucherrelevante Missstände zu verhindern oder zu beseitigen. Der Anwendungsbereich dieser neuen Kompetenz ist unbestimmt. Die Gesetzesbegründung macht nicht deutlich, welche Missstände der Gesetzgeber im Blick hat, was als verbraucherrelevante Gesetzgebung beurteilt wird und wie weit die Kompetenz der BaFin reichen soll.
3. Das Ziel, kollektive Verbraucherinteressen schützen zu wollen, ohne den Anwendungsbereich abschließend und rechtssicher zu definieren, ist ein gutes Beispiel für die massive Ausweitung der Kompetenzen der BaFin. Dabei stellt sich die Frage, inwieweit eine derartige schrankenlose Erweiterung der Befug-

¹ Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes.

² BT-Drucks. 17/6051.

nisse einer Behörde, ohne dass diese selbst in der Lage wäre, ihre Grenzen aufgrund eines konkreten rechtlichen Rahmens zu definieren, den rechtsstaatlichen Grundsätzen entspricht. Diese massive Erweiterung führt zudem zwangsläufig zu höheren Kosten – einerseits durch zunehmende Rechtsunsicherheit, aber andererseits auch durch höhere Umlagen für die beaufsichtigten Unternehmen.

4. Das Kleinanlegerschutzgesetz will zudem die Umsetzung verschiedener europäischer, neuer Regelungen vorziehen. So soll das aus der sog. MiFID II entstammende Produktgenehmigungsverfahren bereits mit dem Kleinanlegerschutzgesetz und nicht erst mit einem entsprechenden Umsetzungsgesetz eingeführt werden. Und dass, obwohl das Produktgenehmigungsverfahren durch weitere europäische Rechtsakte erst noch konkretisiert wird. Die Erfahrung aus der Vorziehung des Trennbankengesetzes zeigt aber, dass es vernünftig ist, die eigentliche europäische Umsetzung abzuwarten, um keine unterschiedlichen Anwendungsbereiche zu schaffen. Auch, um bei den Unternehmen nicht erhebliche Mehrkosten für die Anpassung zu verursachen.

Das Deutsche Aktieninstitut fordert deshalb:

- Um Auslegungsschwierigkeiten zu vermeiden, sollen die Befreiungstatbestände des § 2 VermAnlG überarbeitet werden.
- Um gängige Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen nicht zu beeinträchtigen, sollen Instrumente, die nur an institutionelle Anleger begeben werden, gänzlich aus dem Anwendungsbereich ausgenommen werden.
- Der kollektive Verbraucherschutz sollte kein Aufsichtsziel der BaFin werden.
- Die Umsetzung europäischer Richtlinien sollte abgewartet und nicht vorgezogen werden.
- Die BaFin sollte zur Kostentransparenz verpflichtet werden. Für die beaufsichtigten Unternehmen sollte nachvollziehbar sein, welcher Aufwand ihnen belastet wird.
- Im Vorfeld regulatorischer Änderungen sollte zudem klar sein, wer die Kosten einer Kompetenzerweiterung tragen soll.
- Der deutsche Staat sollte an den Kosten der Aufsicht angemessen beteiligt werden.

1 Anwendungsbereich des VermAnlG am Schutzbedürfnis der Anleger orientieren

Das VermAnlG sieht bestimmte Folgepflichten für Vermögensanlagen vor. Dazu gehören unter anderem die Erstellung eines Verkaufsprospekts und eines Vermögensanlagen-Informationsblatts.

Was vom VermAnlG umfasst sein soll, legt § 1 Abs. 2 VermAnlG fest. Negativ grenzt sich § 1 Abs. 2 VermAnlG dadurch ab, dass die Norm zu Beginn klarstellt, dass Vermögensanlage jedenfalls nicht ist, was bereits Wertpapierprospektgesetz (WpPG) oder Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) unterfällt.

Dem Anwendungsbereich des VermAnlG unterfallen aber Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen), Genussrechte und Namensschuldverschreibungen.

Dieser Anwendungsbereich soll um drei Tatbestände erweitert werden: Nachrangdarlehen, partiarische Darlehen und sog. „sonstige Anlagen“. Vermögensanlagen sollen „sonstige Anlagen“ sein, wenn sie einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln, sofern die Annahme der Gelder nicht als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 des Kreditwesengesetzes (KWG) zu qualifizieren ist.

Commercial Papers und Schuldscheindarlehen von Unternehmen würden dieser Definition grundsätzlich unterfallen. Commercial Papers sind Inhaberschuldverschreibungen mit kurzfristigen Laufzeiten grundsätzlich unter einem Jahr³, weshalb sie zu den typischen Geldmarktinstrumenten gehören⁴. Das Schuldscheindarlehen ist keine Schuldverschreibung, sondern ein Darlehensvertrag über den ein Schuldschein ausgestellt wird. Der Schuldschein ist kein Wertpapier. Er dient Beweis Zwecken und soll die Handelbarkeit des Schuldscheindarlehens erleichtern.⁵ Beide gewähren folglich einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung und entsprechen damit dem Begriff der „sonstigen Anlage“.

Diese Fremdkapitalinstrumente werden in der Regel über eine Bank einem überschaubaren Kreis von institutionelle Investoren angeboten. Eine Prospektpflicht sollte dabei eigentlich nicht bestehen. Zum einen will § 1 Abs. 1 VermAnlG nur Vermögensanlagen umfassen, die öffentliche angeboten. Zum anderen sollen die

³ Hockmann/Thießen, Investmentbanking, 3. Aufl. 2012, S. 518.

⁴ vgl. Art. 4 Nr. 17 der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (sog. MiFID II).

⁵ Schmitt, BB 2012, 2039 (2039) und Wehrhahn, BKR 2012, 363 (364).

Nummern 4 (Angebot ausschließlich an institutionelle Anleger), 6 (Angebot an begrenzten Personenkreis) und zumeist auch Nr. 3 (Angebote mit geringerer Stückelung oder hohem Preis) des § 2 VermAnlG von den Folgepflichten des VermAnlG befreien.

Trotz dieser Ausnahmeregelungen besteht hinsichtlich der Commercial Papers und Schuldscheindarlehen Klarstellungsbedarf. Der Begriff des öffentlichen Angebots hat keine klare Definition und ist umstritten.

So ist schon nicht klar, ab wie vielen angesprochenen Anlegern ein öffentliches Angebot vorliegen soll. Der Begriff soll qualitativ ausgelegt werden,⁶ was allerdings auf der Seite der Anwender zu erheblichen Auslegungsschwierigkeiten führt. Dass der Begriff grundsätzlich weit ausgelegt werden soll,⁷ erschwert eine Indikation für das Vorliegen eines nicht öffentlichen Angebots zusätzlich.

Ebenfalls unklar ist, was unter „begrenzter Personenkreises“ gemäß § 2 Nr. 6 VermAnlG zu verstehen ist. Ein Vergleich mit dem WpPG hilft nicht weiter. Die bis 2005 geltende gleichlautende Ausnahme in § 2 Nr. 2 VerkProspG aF wurde nicht übernommen, da der Begriff mit zu vielen Auslegungsprobleme verbunden war.⁸

Das Verhältnis zum Begriff des öffentlichen Angebots ist zudem dahingehend ungeklärt, wie sich die Tatbestände zueinander verhalten; ob sie sich ausschließen oder komplementär zueinander sind.⁹ Der Wortlaut deutet auf ein Exklusivitätsverhältnis, da das Angebot an einen begrenzten Personenkreis begrifflich eigentlich kein öffentliches ist. Allerdings widerspräche das der Systematik des Gesetzes. Auf der ersten Ebene ist zu beurteilen, ob der Anwendungsbereich des VermAnlG eröffnet ist. Das beurteilt sich nach § 1 VermAnlG. Erst dann stellt sich die Frage, ob ein Befreiungstatbestand des § 2 VermAnlG greift. Die Verankerung der Nr. 6 in § 2 macht daher nur Sinn, wenn ein Angebot an einen begrenzten Personenkreis auch zugleich ein öffentliches Angebot sein kann. Dass ein Angebot, das sich nur an einen begrenzten Personenkreis richtet, als öffentliches gelten soll, ist allerdings nicht nachvollziehbar.¹⁰ Allein diese Abgrenzungsprobleme zeigen die Schwierigkeiten bei der Auslegung des Begriffs öffentliches Angebot. Insgesamt sind Anwendungsbereich und Ausnahmeregelungen nicht klar definiert. Konsequenz sind Rechtsunsicherheiten in Bezug auf Commercial Papers und Schuldscheindarlehen.

⁶ Arndt/Bruchwitz in Arndt/VoO, VerkProspG, 2008, § 8f VerkProspG Rn. 80.

⁷ von Kopp-Colomb/Knobloch in Assmann, Schlitt, von Kopp-Colomb, WpPG – VerkProspG, 2010, § 2 WpPG Rn. 32.

⁸ von Kopp-Colomb/Gajdos in Assmann, Schlitt, von Kopp-Colomb, WpPG – VerkProspG 2010, § 3 Rn. 25.

⁹ Vgl. nur zum Streitstand bei Maas in Assmann, Schlitt, von Kopp-Colomb, WpPG – VerkProspG, 2010, § 8f VerkProspG Rn. 118 ff.

¹⁰ von Kopp-Colomb/Gajdos a.a.O., § 3 Rn. 25.

Das Deutsche Aktieninstitut schlägt vor, § 2 Nr. 6 VermAnlG zu streichen und in der Gesetzesbegründung klarzustellen, dass das Angebot an einen begrenzten Personenkreis grundsätzlich nicht als öffentliches Angebot zu beurteilen ist. Ausnahmefälle können schließlich weiterhin durch die qualitative Auslegung des Begriffs „öffentliches Angebot“ zur Anwendung des VermAnlG führen.

Das Problem der Rechtsunsicherheit gilt dann auch für den Begriff des Nachrangdarlehens.


Wir gehen davon aus, dass damit keine Fälle gemeint sind, in denen Nachrangdarlehen zwischen Unternehmen begeben werden. Schließlich werden hier weder Angebote an mehrere Personen gemacht, noch gibt es eine Implikation von Kleinanlegern. Eine konkrete Ausführung in der Gesetzesbegründung, welche Nachrangdarlehen hier in Betracht kommen sollen, wäre aber wünschenswert.

Den Problemen der Auslegung der Begriffe und ob das VermAnlG nun zur Anwendung kommt beziehungsweise ein Befreiungstatbestand vorliegt, sollte zudem dahingehend begegnet werden, dass Vermögensanlagen, die nicht an Kleinanleger verkauft werden, erst gar nicht dem Anwendungsbereich des VermAnlG unterfallen. Dies gilt insbesondere für das Angebot von Vermögensanlagen an institutionelle Anleger. Institutionelle Anleger unterfallen nicht dem Schutzbedürfnis des VermAnlG. Laut seiner Gesetzesbegründung soll es Anleger vor unseriösen Geschäftspraktiken schützen.¹¹ In diesem Zusammenhang schutzbedürftig sind aber nur Privatanleger.

Das Deutsche Aktieninstitut schlägt vor, § 2 Nr. 4 VermAnlG zu streichen und dafür § 1 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG („Dieses Gesetz ist auf Vermögensanlagen anzuwenden, die im Inland öffentlich angeboten werden“) mit dem folgenden Satz 2 zu ergänzen: „Das gilt nicht für Angebote, die sich nur an Personen richten, die beruflich oder gewerblich für eigene oder fremde Rechnung Wertpapiere oder Vermögensanlagen erwerben oder veräußern.“

¹¹ BT-Drucks. 17/6051.

Commercial Papers nehmen hierbei noch eine Sonderstellung ein. Es handelt sich bei ihnen grundsätzlich um Wertpapiere,¹² die als Geldmarktinstrumente vom Anwendungsbereich der Prospektrichtlinie 2010/73/EU in Art. 2 Abs. 1 lit. a) absichtlich ausgeschlossen werden. Da sie der kurzfristigen Kapitalaufnahme dienen und innerhalb kurzer Zeit begeben werden sollen, wäre die Erstellung eines Prospekts zweckwidrig. Die Bereichsausnahme für Geldmarktinstrumente mit einer Laufzeit von unter 12 Monaten sollte in keinem Fall zur Anwendung des VermAnIG führen. Das widerspräche der klaren Intention des europäischen Gesetzgebers.

 In der Gesetzesbegründung zum Kleinanlegerschutzgesetz sollte daher zumindest ein Hinweis aufgenommen werden, dass die von Art. 2 Abs. 1 lit. a) Prospektrichtlinie ausgenommenen Geldmarktinstrumente aufgrund der klaren Entscheidung des europäischen Gesetzgebers nicht dem VermAnIG unterfallen.

¹² Ritz/Zeising in Just/Voß/Ritz/Zeising, 2009, WpPG Kommentar, § 2 Rn. 67.

2 Keinen kollektiven Verbraucherschutz als Aufsichtsziel bestimmen

In § 4 FinDAG soll ein neuer Abs. 1a geschaffen werden, der den Schutz kollektiver Verbraucherinteressen als Ziel der Aufsicht durch die BaFin verankern soll. Damit verbunden soll die Kompetenz der BaFin sein, „alle“ Anordnungen zu treffen, um einen verbraucherschutzrelevanten Missstand zu beseitigen oder zu verhindern. Die aktuelle Formulierung nimmt damit auch präventive Maßnahmen in den Blick.

Der Begriff Missstand wird zwar legal definiert („erheblicher, dauerhafter oder wiederholter Verstoß gegen ein Verbraucherschutzgesetz, der über den Einzelfall hinausreicht und eine generelle Klärung geboten erscheinen lässt“). Welche Befugnis der BaFin damit aber gegeben werden soll, wird daraus nicht klar. In der Begründung des Entwurfs wird als Beispiel eines Anwendungsfall lediglich genannt, dass ein Missstand insbesondere dann vorläge, wenn ein Institut oder Unternehmen eine einschlägige Entscheidung des Bundesgerichtshofes zur Anwendung einer zivilrechtlichen Norm mit verbraucherschützender Wirkung nicht beachte. Welche Art von Entscheidungen des Bundesgerichtshofes damit gemeint sein sollen, wird nicht ausgeführt. Auch nicht, warum der Richterspruch allein mit seinen Sanktionsmöglichkeiten nicht ausreichen soll, um den Missstand zu beseitigen. Weiter heißt es in der Begründung, dass die BaFin dann ohnehin auch reagieren können soll, wenn ein höchstrichterliches Urteil in absehbarer Zeit nicht zu erwarten sei.

Die Möglichkeit zu präventiven Maßnahmen, ohne ein „Vorentscheidung“ durch den Bundesgerichtshof, erfordert aber um so mehr die Konkretisierung der Befugnisse und ihrer Voraussetzungen. Die Verweise in der Gesetzesbegründung auf nationale und europäische Regelungen helfen dabei leider nicht.

Der Verweis auf das UKlaG in der Begründung konkretisiert das Ganze auch nur dahingehend, dass § 305 KAGB und die §§ 31 ff. WpHG als Verbraucherschutzgesetze in Betracht kommen können. Da für beide Bereiche bereits Sanktionsmöglichkeiten für die BaFin bestehen, bleibt unklar, wozu die BaFin darüber hinaus befugt sein soll.

Das Argument des Verbraucherschutzes ist sehr dehnbar und bietet zu viel Spielraum alle möglichen Missstände zu behaupten. Diese festzustellen und ihnen gegebenenfalls zu begegnen ist aber Sache des Gesetzgebers, verbunden mit den Möglichkeiten der Bürger und Unternehmen sich zu neuen Initiativen des Gesetzgebers zu äußern oder sogar rechtlich gegen sie vorzugehen. Diesem Modus kann und sollte sich der Gesetzgeber nicht durch eine Übertragung der Verantwortlichkeit auf die BaFin entziehen.

Dieses Verhältnis zwischen Behörde und Legislative lässt sich auch den Art. 9 der ESFS-Verordnungen entnehmen, auf die in der Gesetzesbegründung hingewiesen werden. In Art. 9 Abs. 4 steht, dass die Behörde dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission Rat zu neuen oder innovativen Finanztätigkeiten erteilen soll. Diese können dann gegebenenfalls reagieren. Eine Kompetenz der Behörde, selber Anordnungen im Interesse des kollektiven Verbraucherschutzes treffen zu können, ist in Art. 9 aber nicht vorgesehen.

Der Verweis auf die Verordnung 2006/2004/EG gibt ebenfalls keinen Aufschluss über den Anwendungsbereich. In dieser Verordnung geht es um Fluggastrechte, Fernabsatzverträge und Haustürgeschäfte.



Es bleibt also unklar, was mit der Befugnis zum Schutz kollektiver Verbraucherinteressen verbunden sein soll. Das Deutsche Aktieninstitut schlägt deshalb vor, von einer solchen Regelung abzusehen.

3 Die Umsetzung europäischer Vorgaben abwarten

Die Umsetzung von Teilen der überarbeiteten EU-Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID II) beziehungsweise der EU-Verordnung über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFIR), die eigentlich erst zum Jahresende 2016 in deutsches Recht umzusetzen beziehungsweise anzuwenden sind, sollte im nationalen Recht nicht vorgezogen werden. Durch das Kleinanlegerschutzgesetz soll die Einführung von Produktinterventionsrechten der BaFin und Product-Governance-Regeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorab eingeführt werden.

Auf europäischer Ebene werden allerdings noch erhebliche Teile der neuen Regelungen konsultiert. Unter anderen sollen die Begriffe des Anlegerschutzes (Art. 39 ff. und 42 MiFIR), das Produktgenehmigungsverfahren selbst (Product Governance in Art. 16 MiFID II) und die Anforderungen an die Kundeninformation (Art. 24 MiFID II) noch konkretisiert werden.

Die vorgezogene Einführung von europäischen Regeln birgt die Gefahr, dass die betroffenen Unternehmen zuerst die deutschen Regelungen umsetzen und kurze Zeit später ihre Prozesse auf europäische Regelungen umstellen müssen. Dieses Risiko droht beispielsweise beim Trennbankengesetz und beim Hochfrequenzhandelsgesetz. Ein solcher Mehraufwand ist wegen der noch zu erlassenden konkreten Bestimmungen zu den EU-Regelungen auch im Kleinanlegerschutzgesetz wahrscheinlich. Der damit verbundene Kosten- und Sachaufwand lässt sich aber nicht rechtfertigen.



Das Deutsche Aktieninstitut schlägt vor, von der vorgezogenen Einführung der oben genannten Regelungen abzusehen.

4 Kosten und Transparenz der BaFin anpassen

Die BaFin finanziert sich überwiegend aus einer Umlage (89%), also Beiträgen der von ihr überwachten Unternehmen, und aus Gebühren (10%) und sonstigen Einnahmen (1%). Das Budget der BaFin hat sich von 120 Mio. Euro (2007) auf aktuell 224 Mio. Euro fast verdoppelt. Diese Erhöhung geht auf die deutliche Ausweitung der Kompetenzen der BaFin zurück. Dem Budget fehlt es aber an Transparenz. So ist nicht nachvollziehbar, durch welche Unternehmen beziehungsweise durch welche Tätigkeiten oder Aktivitäten welche Kosten konkret verursacht werden. Große Emittenten leisten beispielsweise einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten der Unternehmen, obwohl nicht klar ist, ob sie diese Kosten auch verursachen. Das ist nicht verursachungsgerecht und sollte überdacht werden.

Zu welchen Lasten die mit der Einführung von Produktinterventionsrechten verbundenen Überwachungstätigkeiten der BaFin gehen werden, ist auch nicht klar. Ebenso wenig, wer die Kosten für die Überwachung des VermAnlG zu tragen hat und wie sich die Einführung des kollektiven Verbraucherschutzes auswirken wird.

Dabei wird ohnehin unbeachtet gelassen, dass nicht nur die beaufsichtigten Unternehmen, sondern auch der Staat, der Anleger und die Privatperson, beispielsweise im Rahmen ihrer Altersvorsorge, ein erhebliches eigenes Interesse am Funktionieren und der Integrität des Finanzmarktes hat. Das sollte sich in der Finanzierung der BaFin auch widerspiegeln und der Staat deshalb stellvertretend für Anleger und Privatpersonen mit öffentlichen Mitteln in einem angemessenen Umfang an den Kosten der Aufsicht beteiligt werden. Die massive Ausweitung der Kompetenzen der BaFin, ohne dass ihr Sinn oder Effizienz im Einzelnen evaluiert würde, kann nicht allein zu Lasten der Unternehmen gehen. Gerade dann nicht, wenn das Motiv in politischen Erwägungen besteht, die sich nicht mehr am Ziel eines funktionierenden und integren Marktes orientieren.



Das Deutsche Aktieninstitut schlägt vor, die BaFin zur Transparenz über die genaue Erhebung der Kosten und der Zuweisung der Umlagebeiträge zu verpflichten und den Staat an den Kosten der Aufsicht angemessen zu beteiligen.

Kontakt

Holger Lehnen
Assistent der Geschäftsführung
& Referent Gesellschaftsrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 27
Fax + 49 69 92915 - 12
lehnen@dai.de
www.dai.de

