

# Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Diskussionsentwurf)

## Stellungnahme von

'kapital-markt intern', 40237 Düsseldorf, [www.markt-intern.de](http://www.markt-intern.de)



Dipl.-Kfm. Uwe Kremer  
Redaktionsdirektor  
markt intern Verlag GmbH  
Grafenberger Allee 30  
40237 Düsseldorf

Rechtsanwalt Gerrit Weber  
Redaktionsdirektor  
markt intern Verlag GmbH  
Grafenberger Allee 30  
40237 Düsseldorf

Christian Prüßing M. A.  
Redaktionsleiter  
'kapital-markt intern'  
Grafenberger Allee 30  
40237 Düsseldorf

### Kontakt:

Mail: [kmi@markt-intern.de](mailto:kmi@markt-intern.de)  
Tel.: 0211/6698-164  
Fax: 0211/6912440

## DISKUSSIONSENTWURF DES BMF VOM 03.05.2010

Stellungnahme von 'kapital-markt intern' vom 27.05.2010:

## Inhaltsverzeichnis

1	Koalitionsvertrag CDU/CSU/FDP: Politisch gewollt ist eine Regulierung mittels Berufsbild .....	3
2	BMF-Diskussionsentwurf: Politischer Widerspruch zum Koalitionsvertrag .....	4
3	Maßnahmen des Entwurfes führen zu unangemessenem, ineffizientem Aufwuchs von Bürokratie .....	5
4	Zielsetzung des Entwurfs verfehlt .....	8
5	Die Vernichtung zehntausender mittelständischer Finanzdienstleister und ihre kontraproduktiven Auswirkungen für Anleger- und Verbraucherschutz.....	10
6	Welche Regulierungsmaßnahmen sind notwendig?.....	11
7	Zusammenfassung:.....	12

## 1 Koalitionsvertrag CDU/CSU/FDP: Politisch gewollt ist eine Regulierung mittels Berufsbild

Eine Regulierung der Vertriebswege u. a. von geschlossenen Fonds ist grundsätzlich erforderlich und sinnvoll. Ein geeignetes Mittel hierzu ist die Schaffung eines **Berufsbildes für Finanzdienstleister**. Dieses wird im wesentlichen durch Berufszulassungsregelungen wie obligatorische Qualifizierung, Registrierungspflichten und eine Pflicht zur Vermögensschadenhaftpflichtversicherung geschaffen. Ein solches 'Berufsbild für Finanzdienstleister' ist nicht nur fachlich geeignet, den Anlegerschutz signifikant zu verbessern und die Zielsetzung des Gesetzgebers zu erfüllen, da es die Qualifikation des einzelnen Beraters in den Mittelpunkt stellt, es ist auch politisch das geeignete Mittel, da dessen Durchsetzung im Kreis der Betroffenen selbst eingefordert wird und grds. unumstritten ist:

Gemäß einer Umfrage von 'kapital-markt intern' Anfang 2009 unter Tausenden seiner regelmäßigen Leser, die neben Anlegern und Bankern im wesentlichen unabhängige Finanzdienstleister und Vermögensberater sind, wird die Einführung und die Regulierung durch ein Berufsbild und damit einhergehende Berufszulassungsregelungen mehrheitlich befürwortet. (Zum Beleg kann 'kapital-markt intern' bei Bedarf Einsicht in die namentlichen Abstimmungsbögen gewähren.)

Ausdrücklich begrüßt wird daher von 'k-mi' sowie von einer Vielzahl seiner Leser bzw. Tausenden von unabhängigen Finanzdienstleistern die Regelung bzw. Festlegung im **Koalitionsvertrag**, ein solches **Berufsbild für Finanzdienstleister** in Anlehnung an die bewährte Regelung des **Versicherungsvermittlergesetzes** zu schaffen. Im **Koalitionsvertrag** zur 17. Legislaturperiode vom 24.10.2009 heißt es hierzu wörtlich unter Punkt 4.5 'Ernährung und Verbraucherschutz' beim Unterpunkt 'Anlegerschutz': *"Wir wollen ein konsistentes Finanzdienstleistungsrecht schaffen (...) Wir wollen deshalb die Anforderungen an Berater und Vermittler insbesondere in Bezug auf Qualifikation, Registrierung und Berufshaftpflicht in Anlehnung an das Versicherungsvermittlergesetz vereinheitlichen"* (S. 46).

Eine solche Regelung ist zu begrüßen, weil sie fachlich sinnvoll und angemessen ist, politisch bei den Verbänden sowie auch bei den betroffenen Beratern und Vermittlern selbst grds. unumstritten und in der Praxis erprobt ist. Ebenso wurde bereits gesetzgeberische Vorarbeit geleistet. 'kapital-markt intern' hat in der Vergangenheit Gesetzgebungsverfahren zu Schaffung eines '**Berufsbildes für Finanzdienstleister**' intensiv und konstruktiv begleitet und bei der Koordinierung mitgewirkt: Seit Anfang der 90er Jahre bspw. bei Anhörungen zum Anleger und Verbraucherschutz im **Landtag von Baden-Württemberg**, über **den Arbeitskreis 'Finanzdienstleister' des Landes Niedersachsen** bis hin zur Erarbeitung eines **Gesetzentwurfes der Länder Niedersachsen und Saarland** zur Schaffung eines solchen Berufsbildes (**Bundesrats-Drucksache 517/97**).

## 2 BMF-Diskussionsentwurf: Politischer Widerspruch zum Koalitionsvertrag

Entgegen den Festlegungen des Koalitionsvertrages sieht statt dessen der vorliegende Diskussionsentwurf '**Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts**' vom 03.05.2010 bezüglich geschlossener Fonds bzw. Vermögensanlagen vor, diese nach Artikel 1 und 2 des Diskussionsentwurfes (s. S. 5 u. 17) gemäß § 2 Absatz 2b **WpHG** und gemäß § 1 Absatz 11 Satz 1 **KWG** als 'Finanzinstrumente' zu definieren.

Es handelt sich hierbei, wie im folgenden ausgeführt werden soll, um den falschen Weg, die legitimen Ziele des Entwurfes – mehr Anlegerschutz – zu erreichen: Einerseits können die im Koalitionsvertrag festgeschriebenen sinnvollen Maßnahmen zur Regulierung der Vertriebswege von Finanzprodukten mit diesem Diskussionsentwurf nicht umgesetzt werden, andererseits führt insbesondere die im Diskussionsentwurf vorgesehene Erweiterung (s. o.) des Finanzinstrumentebegriffs dazu, daß die politisch gewollten Maßnahmen, auf die sich die Koalition verständigt hat, irreversibel verhindert werden. Durch die **KWG**- und **WpHG**-Pflicht von geschlossenen Fonds wird faktisch die Berufsausübung der betroffenen Vermittler an eine Banklizenz bzw. Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut geknüpft. In der Konsequenz und in der Praxis heißt dies, daß durch den Entwurf der Bankensektor zulasten mittelständischer Finanzunternehmen unsachgemäß privilegiert würde. Durch die hohen administrativen und materiellen Anforderungen sowie durch die Rechtsunsicherheit aufgrund der Zahlungsunfähigkeit der **EdW** ist die Zahl von Finanzdienstleistungsinstituten und Finanzunternehmen, die gemäß Ausnahmeregelungen des KWG unter einem '**Haftungsdach**' operieren, bislang sehr gering bzw. weit unter den ursprünglichen Prognosen und teilweise stark rückläufig. Durch den vorliegenden Diskussionsentwurf würde es daher auf der Grundlage der bisherigen Erfahrungen nicht zu Neugründungen von KWG- und WpHG konformen bzw. -lizenzierten Vertriebsunternehmen, sondern zu irreversiblen Geschäftsaufgaben von bislang konzernunabhängigen mittelständischen Vermittlern und Beratern kommen. Der verbleibende Vertriebsmarkt würde im Wege einer ungewollten Verdrängung den Banken und Finanzkonzernen zufallen. Ein derartiger negativer Selektionsprozeß in Form der Konzentration, dessen Hauptkriterium nicht Qualifikation und Berufserfahrung, sondern lediglich Solvenz und Maktmacht ist, kann nicht in der Absicht des Gesetzgebers und im Interesse von Anlegern liegen und muß verhindert werden.

Der BMF-Diskussionsentwurf vom 03.05.2010 für ein '**Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts**' widerspricht damit diametral dem politischen Willen der aktuellen Regierungskoalition, die u. a. den Bereich der Vermögensanlagen analog zum Versicherungsrecht regulieren wollte. Dies ist u. E. auch sachgerecht, da geschlossene Vermögensanlagen analog zu entsprechenden kapitalbildenden Versicherungen als langfristige Kapitalanlage und nicht als Finanzinstrument bzw. als handelbares Wertpapier zu behandeln sind.

### 3 Maßnahmen des Entwurfes führen zu unangemessenem, ineffizientem Aufwuchs von Bürokratie

Beim Vertrieb eines **geschlossenen Fonds** bzw. einer Vermögensanlage mit Prospektpflicht handelt es sich nicht um den Verkauf eines Anteilsscheins oder den Verkauf eines Finanzproduktes, sondern i. d. R. um eine Beratung und eine Vermittlung zu einem Gesellschaftsbeitritt zu einer Publikums-KG. Dieser Unterschied muß deutlich betont und hervorgehoben werden (vgl. Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, München 2007, S. 5ff). Entsprechend resultieren hieraus gänzlich unterschiedliche Rechte und Pflichten bspw. gegenüber dem Erwerb eines **Finanzinstrumentes**. Allein aus diesem Grund ist die Einstufung von **geschlossenen Fonds** als ein **Finanzinstrument** unsachgemäß. **Geschlossene Fonds** sind zudem keine täglich handelbaren Wertpapiere und damit ebenfalls aus diesem Grund keine **Finanzinstrumente**. Daher sind die in Punkt 2.) beschriebenen und korrespondierenden Maßnahmen des **BMF-Diskussionsentwurfes geschlossene Fonds** betreffend schon aus rechtlichen und gesetzessystematischen Gründen abzulehnen.

Dies trifft ebenso auf die 'teleologische' Begründung zu, die die angebliche Zweckhaftigkeit der unter Punkt 2.) beschriebene Maßnahmen begründen soll. Im BMF-Diskussionsentwurf heißt es hierzu unter '**Begründung**', '**B. Besonderer Teil**':

*"Zu Artikel 1 (Wertpapierhandelsgesetz)*

*Zu Nummer 2 (§ 2 Absatz 2b)*

*Durch die Regelung wird sichergestellt, dass Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute auch bei der Vermittlung von Produkten des **Grauen Kapitalmarktes** die Anforderungen des **Wertpapierhandelsgesetzes** erfüllen müssen. Diese Vermögensanlagen, die insbesondere auch geschlossene Fonds umfassen, unterlagen bisher nur einer Regulierung nach dem Verkaufsprospektgesetz bzw. beim Vertrieb durch **freie Vermittler** nach der Gewerbeordnung. Zahlreiche Fälle auch in jüngerer Vergangenheit haben gezeigt, dass das Anlegerschutzniveau im Grauen Kapitalmarkt erhöht werden muss. Auch im Zuge der Finanzkrise haben viele Anleger in diesem Marktsegment Verluste erlitten (...), (Begründung S. 6).*

*Artikel 2 (Kreditwesengesetz)*

*Zu Nummer 1 (§ 1)*

*Durch die Erweiterung des Finanzinstrumentebegriffs wird sichergestellt, dass auch sonstige Vermögensanlagen im Sinne des § 8f des Verkaufsprospektgesetzes der Aufsicht der **BaFin** nach dem Kreditwesengesetz unterliegen. Insbesondere werden damit die erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen inhaltlich erweitert, indem auch die Erbringer von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Produkten des **Grauen Kapitalmarktes** künftig von der **BaFin** beaufsichtigt werden. Diese Vermögensanlagen, die insbesondere auch geschlossene Fonds umfassen, unterlagen bisher nur einer eingeschränkten Regulierung durch die **BaFin** nach dem Verkaufsprospektgesetz. Die betroffenen Vermögensanlagen stellen jedoch für viele Anleger eine Alternative zu Anlageformen wie Aktien und Zertifikaten dar und werden in der Praxis auch als solche vertrieben. Dabei sind diese Vermögensanlagen typischerweise durch eine lange Laufzeit bei oft fehlenden vorzeitigen Verkaufsmöglichkeiten geprägt und sind daher für den Anleger mit hohen Risiken verbunden. (Begründung S. 17)*

Diese Begründungen sowie weitere zentrale Ausführungen im Diskussionsentwurf stellen den angeblichen sog. '**Grauen Kapitalmarkt**', zu dem durch das **BMF** fälschlicherweise auch geschlossene Fonds gezählt werden, im Zusammenhang mit der Finanzkrise ins Zentrum der Regulierungsbemühungen. Hierdurch werden die eigentlichen Ursachen von anlegerschädlichem Produktvertrieb im Privatkunden-/Retail-Bereich jedoch grds. verkannt und hinsichtlich möglicher Maßnahmen gänzlich verfehlt. Der Diskussionsentwurf nimmt in diesem Maß insgesamt eine verzerrte Perspektive ein, da die Verfasser, wie sich aus den o. g. Begründungen sowie aus dem gesamten Tenor des Entwurfes ergibt, offenkundig voreingenommen insbesondere gegen "*freie(n) Vermittler*" sind. Ohne konkrete Nennung und ohne empirische Belege wird auf "*zahlreiche Fälle auch in jüngerer Vergangenheit*" verwiesen, in denen es angeblich in Zuge der Finanzkrise zu Schäden gekommen sei.

Entgegen dieser nicht weiter belegten Behauptung ist es jedoch offenkundig und gemeinhin bekannt, daß signifikante Schadensfälle und entsprechende Defizite im Anlegerschutz in jüngerer Vergangenheit in dem durch **WpHG** und **KWG** regulierten Bereich selbst stattgefunden haben. Dazu zählen insbesondere:

- Die Pleite/der Schwindel der Firma **Phoenix Kapitaldienst** in einem Ausmaß von ca. 600 Mio. Euro, die als reguliertes Institut der Aufsicht der **BaFin** sowie den Auflagen des **WpHG** unterstand, und die das gesamte deutsche System der Anlegerentschädigung/**EdW** in Frage gestellt bzw. lahmgelegt hat. 'kapital-markt intern' hat seit 1995 als einer der wenigen Sachverständigen wiederholt vor diesem Schneeballsystem nachweislich gewarnt, so daß 'kapital-markt intern' seine Sachverständigenstellung diesbezüglich belegen kann.
- Die Pleite/der Schwindel der Firma **K1** sowie der in diesem Zusammenhang emittierten Zertifikate und Finanzinstrumente wie bspw. **X1 Global Index Zertifikat** mit einem geschätzten Schaden von ca. 270 Mio. Euro. Auch K1 unterstand der Aufsicht der **BaFin**. 'kapital-markt intern' hat seit 1998 als einer der wenigen Sachverständigen wiederholt vor diesem Schneeballsystem nachweislich gewarnt, so daß 'kapital-markt intern' seine Sachverständigenstellung diesbezüglich belegen kann.
- Der massive provisionsgetriebene und nicht anlegergerechte **Zertifikate**-Vertrieb sowie Vertrieb anderer spekulativer Produkte und Wetten durch deutsche Banken im Milliardenvolumen an ungeeignete Kundenklientel, insbesondere natürlich **Lehman**-Zertifikate. Durch die oftmals anzutreffende bankenseitige Verflechtung von Produkt- und Vertriebsebene waren/sind diese Produkte für Kunden sehr intransparent, so daß diesen Bonitätsrisiken hinsichtlich der Emittenten oft nicht bewußt waren bzw. diese oft fälschlicherweise davon ausgegangen sind, ihre Produkte unterlägen einer Einlagensicherung. Des weiteren weisen Zertifikate an aller Regel eine für Investoren im Gegensatz zu geschlossenen Fonds intransparente Weichkostenstruktur auf. Auch werden diese Bankprodukte aufgrund der meist sehr kurzen Laufzeiten sehr gerne am Bankschalter verkauft, weil so viel öfters vertriebsseitig Folge-Transaktionen getätigt werden können, sprich also auch öfters Neuabschluß-Provisionen als bei geschlossenen Fondsprodukten anfallen. Weshalb ferner lange Laufzeiten bei geschlossenen Fonds per se betrachtet angeblich risikoe erhöhend sein sollen, bleibt im vorgelegten Diskussionsentwurf bezeichnenderweise ohne jegliche Begründung.

- Der Bankenvertrieb von hochverzinsten Tagesgeldkonten europäischer Kleinstaaten wie z. B. **Kaupthing**. Teilweise wurden derartige Falschberatungen sogar gegen eine Gebühr von **Verbraucherzentralen** geleistet.
- Als sicher geltende regulierte Finanzinstrumente wie **Geldmarktfonds** gerieten ebenfalls in den Strudel der Finanzkrise.

Diese empirisch belegten Fällen zeigen, daß weder KWG- noch WpHG-Pflicht einen besonderen Schutz für Anleger bieten, weder für den Vertrieb bzw. die Beratung bei entsprechend zugeordneten Finanzinstrumenten noch hinsichtlich der Aufsicht über diese Produkte. Vor diesem Hintergrund gehen die Regulierungsmaßnahmen des BMF-Diskussionsentwurfs in vielerlei Hinsicht ins Leere, denn die wahren Ursachen der genannten Anlegerschutzdefizite liegen nicht primär im sog. 'Grauen Kapitalmarkt'. Die o. g. Schadensfälle, die innerhalb des KWG-regulierten Bereichs zu verzeichnen sind, werden in der Begründung und der Darstellung des Diskussionsentwurfs durch das BMF ebenso ausgeblendet wie massive Aufsichts-Versäumnisse der dem BMF nachgeordneten Behörde, der BaFin.

Wie die vorangestellten empirisch belegten Beispiele untermauern, ist der in der Begründung hergestellte Zusammenhang zwischen Finanzkrise und den (fälschlicherweise) dem grauen Kapitalmarkt zugerechneten Geschlossenen Fonds unzutreffend. Die Finanzkrise ist ausschließlich durch strukturierte, überwachte und über Banken vertriebene Produkte ausgelöst worden. Unabhängige und freie Vermittler abseits der Banken und Finanzdienstleistungsinstitute durften diese Produkte in Deutschland überhaupt nicht vermitteln. Die in Folge verursachte Weltwirtschaftskrise hat auch die realwirtschaftlichen Assets in den Geschlossenen Fonds mehr (Schiffsfonds) oder minder (Solarfonds) stark betroffen. Geschlossene Fonds und deren Anleger sowie Vermittler sind Betroffene und nicht Verursacher der Finanzkrise!

## 4 Zielsetzung des Entwurfs verfehlt

Trotz der Sinnhaftigkeit einer qualitätsorientierten Regulierung des Vertriebs Geschlossener Fonds kursieren teilweise völlig falsche Vorstellungen und aus der Luft gegriffene Zahlen über die angebliche Schadenshöhe in diesem Bereich. Nach unserer Einschätzung verlaufen über 90 % der plazierten Geschlossenen Fonds prognosegemäß oder besser. Die z. T. interessegeleiteten Angaben über die Dimension möglicher Verluste von Anlegern und deren Ursachen beruhen jedoch nur auf Schätzungen bzw. Fehleinschätzungen und Vermutungen und sind teilweise maßlos überzogen, wodurch die Beurteilung von Regulierungserfordernissen wie im vorliegenden BMF-Diskussionsentwurf eben nicht auf genauen Zahlen und Fakten und empirischen Grundlagen erfolgt und daher die Gefahr von Fehlschlüssen in sich birgt.

Erwiesen ist dagegen der gewaltige volkswirtschaftliche Nutzen geschlossener Fonds: Mindestens 10 Mrd. Euro werden und wurden pro Jahr durch geschlossene Fonds werthaltig in Sachwerte vor allem in Deutschland und insbesondere in die mittelständische Wirtschaft investiert. Mit diesen Investitionen ist vor allem in Deutschland i. d. R. ein großer volkswirtschaftlicher Nutzen verbunden: z. B. Immobilieninvestition mittels moderner 'Green buildings', Solarkraftwerke und sonstige Kapitalanlagen für regenerative Energien, Investitionen in die deutsche maritime Wirtschaft, in den Flugzeugbau, in mittelständische Unternehmensbeteiligungen für Generationennachfolge, Mittel für Infrastrukturprojekte und nachhaltige Forstwirtschaft und vieles mehr. Mit geschlossenen Fonds können Anleger ihr Portfolio zudem durch Sachwertinvestitionen ergänzen, die anderweitig nicht verfügbar sind: Mit sog. Wohnimmobilienfonds können Anleger bspw. Klumpenrisiken gegenüber Direktinvestments bzw. dem Kauf einer einzelnen Eigentumswohnung als Kapitalanlage vermeiden.

### Kein 'Grauer Markt' mehr:

- Die am Markt langjährig tätigen Initiatoren – gemessen am Umsatz darunter zum erheblichen Teil Tochtergesellschaften von (Landes-)Banken – aber auch neue innovative mittelständische und bankenunabhängige Emissionsgesellschaften erwirtschaften mit den Fonds für die Anleger z. T. hohe Renditen und haben hohe Planerfüllungsquoten von oftmals über 90 %. Es erfolgen bei vielen Fonds planmäßige Auszahlungen und Tilgungen auch in Krisenzeiten. Grds. sollte das teilweise höhere unternehmerische Risiko bei geschlossenen Fonds aufgrund ihres unternehmerischen Charakters nicht als Defizit klassifiziert werden. Die Effizienz des Kapitalmarktes wird dadurch gestärkt, daß Verbrauchern als Beimischung und zu Zwecken der Portfoliodiversifikation auch Zugang zu Sachwertinvestitionen haben, die durch ihren unternehmerischen Charakter ein teilweise höheres Risiko-Rendite-Profil haben als bestimmte klassische Wertpapieranlageinstrumente oder Sparanlagen. Insbesondere da die Sicherheit auch von Staatsanleihen sinkt und die Volatilität von Wertpapieren in den letzten Jahren generell steigt: Stichwort 'Sovereign Risks' sprich Bonitätsrisiken von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum, die keinen absolut sicheren Hafen mehr darstellen.

- Bei geschlossenen Fonds gibt es eine geordnete Mittelverwendung durch Ehrenberufler, WPs und Treuhänder, während andernorts im sog. 'regulierten' Bereich gewaltige Schäden durch Betrug bei der Mittelverwendung entstanden sind: Bekanntestes Beispiele sind die Firmen **Phoenix Kapital-**

**dienst** und der Finanzinstrument von **K1**. Trotz Regulierung und Aufsicht durch die BaFin samt Sonderprüfung und Verfügungen entstand hier zuletzt ein Schaden von ca. 1 Mrd. Euro.

- Die Transparenz von geschlossenen Fonds hat sich in den letzten Jahren kontinuierlich und signifikant erhöht. U. a. durch das Verkaufsprospektgesetz wurden die Prospektstandards weiter erheblich verbessert auch bspw. hinsichtlich der Provisionsoffenlegung. Die Anbieter veröffentlichen i. d. R. ausführliche und testierte Leistungsbilanzen, was weitere Transparenz schafft. Der aufwendige Konzeptionsprozeß von Fonds wird begleitet durch Prospektprüfungsgutachten von Wirtschaftsprüfern, sog. **IDW**-Gutachten. Nicht zu vergessen ist, daß Anleger zu ihrem Schutz neben den gesetzlichen Bestimmungen im Konfliktfall auf das 'scharfe Schwert' einer gegenüber dem Vertrieb rigiden zivilrechtlichen Haftungsrechtsprechung zurückgreifen können.

## 5 Die Vernichtung zehntausender mittelständischer Finanzdienstleister und ihre kontraproduktiven Auswirkungen für Anleger- und Verbraucherschutz

Der vorliegende BMF-Diskussionsentwurf würde den Todesstoß für nahezu alle mittelständischen Finanzdienstleister und damit für unabhängige Verbraucherberatung bedeuten. Die Klassifizierung als Finanzinstrument würde dazu führen, daß nur noch Banken und Finanzdienstleistungsinstitute Geschlossene Fonds vertreiben könnten. Für die ganz große Mehrzahl der heute in diesem Bereich tätigen klein- und mittelständisch geprägten unabhängigen Vermittler wäre aber die eigene Gründung eines Finanzdienstleistungsinstitutes unmöglich. Grund dafür ist, daß die bankenrechtlich geprägten Aufsichts- und Organisationsstrukturen des **KWG** und teilweise überbordende Compliance-Auflagen und Berichtspflichten des **WpHG** durch mittelständisch geprägte und inhabergeführte Unternehmen aufgrund der hohen bürokratischen Anforderungen und Kosten nicht adäquat bewältigt werden können. Damit steht den bislang eigenständigen und unabhängigen Vermittlern in diesem Bereich als einzige Alternative der Anschluß an ein Finanzdienstleistungsinstitut/Haftungsdach zur Verfügung. Da das Haftungsdach jedoch die Produktpalette vorgibt, ist ein unabhängiger Vertrieb Geschlossener Fonds in Deutschland nicht mehr möglich. Zudem beträfe der Weg unter ein Haftungsdach dann auch die Vermittlung von Investmentfonds.

Die unabwiesbare Konsequenz ist eine einzigartige Vernichtung der Vertriebsvielfalt, bürokratische Auswüchse und steigende Kosten für Anleger und Verbraucher, verursacht durch vielfältige neue Organisations- und Berichtspflichten mit zweifelhaftem Nutzen für den Anlegerschutz.

Dabei besteht bei Anlegern ein großer Bedarf und damit die Notwendigkeit einer konzern- und anbieterunabhängigen Beratung und Vermittlung. Als eklatantes Negativ-Beispiel für Zustände, die mit den Konsequenzen des Gesetzentwurfs drohen, muß auf den massiven Zertifikate-Vertrieb der Großbanken verwiesen werden und den damit einhergehenden Vertrauensschaden bei Anlegern. Vor dem Hintergrund aufziehender Inflationsszenarien und volatileren Aktienmärkte darf insbesondere der Zugang von Anlegern zu Sachwertinvestition nicht erschwert werden durch eine Zentralisierung der Vertriebsstrukturen.

Die schwerwiegendste negative Auswirkung des vorliegenden BMF-Diskussionsentwurfs liegt in der Wettbewerbsverzerrung zugunsten von großen Vertriebsmonokulturen mit z. T. eher geringen Ausbildungsstandards und hoher Personalfuktuation und damit mit einer viel höheren Anfälligkeit für Serienschäden. Die Vernichtung des freien und bankunabhängigen Vertriebs und damit zehntausender mittelständischer Finanzdienstleister mit langjähriger Berufserfahrung allein durch hohe Solvenzanforderung und bankenähnliche Organisationspflichten ist keinesfalls im Sinne des Anlegerschutzes und kann daher nicht im Sinn des Gesetzgebers sein.

## 6 Welche Regulierungsmaßnahmen sind notwendig?

Neben den unter Punkt 1) beschriebenen Regulierungsmaßnahmen des Vertriebs durch ein Berufsbild und Qualifizierungsstandards für Finanzdienstleister ist es aus Sicht von 'kapital-markt intern' unbedingt erforderlich, nicht die BaFin-Befugnisse einfach zu erweitern, sondern diese in die Lage zu versetzen, die Aufgaben (besser) zu erfüllen, die aus ihren bisherigen Befugnissen resultieren. Als aktuelles Beispiel:

Hierzu gehört es u. a., diverse Kapitalanlageangebote aus dem Markt zu nehmen bzw. besser zu überwachen, die bspw. unter Umgehung der bereits bestehenden Prospektpflicht Solaranlagen verkaufen oder Erlöse und Gelder aus LV-Kündigungen annehmen und Anlegern dabei ratierliche und garantierte Rückzahlungsversprechungen machen (Einlagengeschäft ohne Erlaubnis).

Die Maßnahmen des vorliegenden BMF-Diskussionsentwurfs sind dagegen differenziert zu betrachten:

- Die Maßnahmen die zur Regulierung und Stabilisierung der (internationalen) Finanzmärkte führen, wie bspw. zu ungedeckten Leerverkäufen, sollten aufgrund ihrer Eilbedürftigkeit herausgelöst und beschleunigt beschlossen werden. Die vorgezogene Kabinettsberatung weist hier in die richtige Richtung.
- Die übrigen Maßnahmen sollten in zwei Gesetzgebungsverfahren aufgespalten werden. So sollte die (nicht eilbedürftige) Regulierung der Geschlossenen Fonds abgespalten werden und mit dem **Bundeswirtschaftsministerium** eine abgestimmte Vorgehensweise in Sachen eines einheitlichen Berufsbildes erarbeitet werden. Hier könnten auch die Festsetzung der Qualifikationsanforderungen an Berater einfließen.
- Sollten Geschlossene Fonds trotz ihrer stark eingeschränkten Handelbarkeit und ihres grundsätzlich anderen Investitionsansatzes dennoch als Wertpapier eingestuft werden, fordern wir zumindest eine Ausnahmeregelung anlog zu den Investmentfonds gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG, um eine unabhängige Vermittlung durch freie Vermittler auch im Sinne des Wettbewerbs und somit des Anlegerschutzes weiterhin zu ermöglichen.

## 7 Zusammenfassung:

### **BMF-Entwurf im Widerspruch zum Koalitionsvertrag**

Der vorliegende Diskussionsentwurf des BMF widerspricht den politischen Vorgaben der Koalition im Koalitionsvertrag. Dort wurde zur Regulierung des Vertriebs und zur Verbesserung des Anlegerschutzes aus guten Gründen explizit eine 'Berufsbild'-Lösung vorgeschrieben, die eine obligatorische Qualifizierung, Ausbildung sowie Registrierung und Vermögensschaden-Versicherungspflicht einführt. Mit dem vorliegenden BMF-Diskussionsentwurf wird eine solche Berufsbild-Lösung verhindert, so daß die politischen Vorhaben der Koalition hierdurch unterlaufen und konterkariert werden.

### **Berufsbild-Lösung des Koalitionsvertrages setzt auf Qualifikation und ist daher vorzuziehen**

Die im Koalitionsvertrag festgeschriebene 'Berufsbild'-Lösung ist als Alternative zu dem vorliegenden BMF-Diskussionsentwurf die weitaus bessere gesetzgeberische Maßnahme, um das Anliegen des Anlegerschutzes durchzusetzen: Es findet hier ebenfalls eine Bereinigung des Marktes von nicht qualifizierten Vermittlern statt, ohne daß der bank- und konzernunabhängige Vertrieb damit durch überzogene bürokratische Auflagen generell vom Markt verschwindet und zehntausende mittelständische Unternehmen vernichtet werden. Im Bereich der Versicherungen ist in jüngster Vergangenheit analog dazu bereits eine solche 'Berufsbild'-Lösung durch das Versicherungsvermittlergesetz erfolgreich umgesetzt worden.

### **Einstufung von geschlossenen Fonds als Finanzinstrument unsachgemäß**

Der vorliegende Diskussionsentwurf, der als eine wesentliche Maßnahme die Einstufung von geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente vorsieht, ist ebenfalls aus rechtlichen und gesetzessystematischen Gründen abzulehnen. Geschlossene Fonds sind keine handelbaren Wertpapiere und Finanzinstrumente im Sinne des KWG bzw. eines handelbaren Anteilsscheins, sondern eine unternehmerische Beteiligung mittels Beitritt zu einer Personengesellschaft. Die Emission von geschlossenen Fonds ist bereits durch das Verkaufsprospektgesetz und die BaFin reguliert, der Vertrieb unterliegt bereits einer sehr rigiden zivilrechtlichen Haftungsrechtsprechung. Durch die unsachgemäße Einstufung von geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente werden rechtssystematisch und faktisch jedoch im wesentlichen die Kriterien einer Solvenz-Aufsicht des KWG z. B. zur Risikovorsorge bei Kreditgeschäften auf den Vertrieb übertragen. Wie die Erfahrung insbesondere der jüngeren Vergangenheit gezeigt hat, ist ein solventer Vertrieb aber noch lange kein guter Vertrieb bzw. ersetzt ein hohes Stammkapital noch lange keine erforderliche Qualifikation oder ein strukturell verankertes Interesse an einer anlegerorientierten Beratung.

## Negative Auswirkungen des BMF-Entwurfs für den Anlegerschutz:

Die Erfahrungen und Lehren aus der Finanzkrise im Zusammenhang mit Fehlberatungen im Privatkundenbereich werden durch den vorliegenden Diskussionsentwurf nicht umgesetzt. Im Gegenteil: Die strukturellen Probleme des Vertriebsmarktes werden sogar noch verschärft, indem unabhängigen Finanzdienstleistern und Vermögensberatern die Basis für die Berufsausübung entzogen wird. Gleichzeitig werden dadurch große Vertriebsstrukturen gefördert und begünstigt, die sich in der Regel durch eine hohe Mitarbeiterfluktuation und damit durch ein geringes Ausbildungsniveau auszeichnen und zudem überwiegend keine konzern- und anbieterunabhängige Produktauswahl gewährleisten können. Hierdurch wird die Gefahr und die Anfälligkeit von anlegergefährdenden Serienschadensfällen wie im Bereich bspw. des **Lehman**-Zertifikate-Vertriebs durch Banken nur noch erhöht, so daß in der Konsequenz der vorliegende BMF-Diskussionsentwurf auf eine Verringerung des Anlegerschutzniveaus hinausläuft. Ähnlich gelagerte Schadensfälle aus dem regulierten und dem durch die BaFin bereits beaufsichtigten Bereich (und gerade nicht aus dem sog. 'Grauen Kapitalmarkt') wie Phoenix Kapitaldienst und K1 Hedgefonds-Zertifikate zeigen, daß die Zielsetzung von mehr Anlegerschutz mit dem BMF-Diskussionsentwurf nachweislich nicht erreicht werden kann.

## 'Grauer Kapitalmarkt' im Fokus? – Die Lehren aus der Finanzkrise wurden nicht gezogen

Ausgehend davon setzt der vorliegende BMF-Diskussionsentwurf u. E. insgesamt falsche Prioritäten: Schwerpunkt der Maßnahmen des Entwurfs sind geschlossene Fonds, obwohl Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise und damit die größten Defizite im Anlegerschutz für Privatkunden allein aufgrund des Emissionsvolumens in anderen Bereichen, vor allem im regulierten Bereich selbst, sowie in Versäumnissen der Finanzaufsicht zu suchen sind. Inbesondere läßt der Entwurf völlig außen vor, auf welche empirischen Grundlagen er sich hinsichtlich möglicher Erträge bzw. Nutzen und Schäden von geschlossenen Fonds stützt und 'operiert' hier offenkundig lediglich mit Vermutungen, Schätzungen und Hören-Sagen, die das Risiko von erheblichen Fehleinschätzungen birgt.

Mit geschlossenen Fonds wird dagegen nicht spekuliert oder werden volkswirtschaftlich nutzlose Finanzwetten abgeschlossen, sondern in solide Sachwerte wie Immobilien, Schiffe, Solaranlagen und regenerative Energien investiert sowie vorwiegend mittelständischen Unternehmen dringend notwendiges Kapital bereitgestellt. Geschlossene Fonds sind damit nicht Auslöser der Finanzkrise, sondern leiden teilweise selbst darunter, haben sich jedoch auch gegenüber den sehr volatilen Aktienmärkten oftmals als sehr wertstabile Investments erwiesen. Zudem sind geschlossene Fonds ebenfalls nicht mehr zum sog. 'Grauen Kapitalmarkt' zu zählen, da diese mittlerweile mittels gesetzlich vorgeschriebenen Prospekten emittiert werden, an die die BaFin sehr hohe formale Anforderungen stellt. Geschlossene Fonds weisen damit gegenüber anderen KWG- oder WpHG-'regulierten' Finanzprodukten ein sehr hohes Transparenz-Niveau auf.

## Empfehlung

Aus den o. g. Gründen empfehlen wir, den BMF-Diskussionsentwurf, in verschiedene Teilbereiche aufzuspalten, um 1.) die Maßnahmen zur Regulierung der internationalen Finanzmärkte (Stichwort Leerverkäufe) beschleunigt durchführen zu können 2.) zumindest eine Ausnahmeregelung für die Vermittlung Geschlossener Fonds analog zu den Investmentfonds gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG vorzusehen. 3.) Aber sinnvollerweise den Bereich der Geschlossenen Fonds ganz abzuspalten und gemeinsam mit dem **Bundeswirtschaftsministerium** eine einheitliche Berufsbild-Lösung zu erarbeiten. Die Ziele des Gesetzgebers können im Einklang mit dem Koalitionsvertrag durch eine bereits bewährte Berufsbild-Lösung besser, einfacher und ohne schädliche Auswirkungen erreicht werden.