

# AfW –Stellungnahme

## im Rahmen der BaFin-Konsultation 15/2018

**zum Entwurf Auslegungsschreiben zur Bestimmung der Anlegergruppe („Zielmarkt“) in Verkaufsprospekten und in Vermögensanlagen-Informationenblätter nach dem Vermögensanlagegesetz**

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, im Rahmen der Konsultation 15/2018 zum Entwurf der Auslegungsentscheidung zur Bestimmung des Zielmarkts nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) Stellung nehmen zu können.

Der Bundesverband Finanzdienstleistung AfW vertritt die Interessen von ca. 40.000 Versicherungsmaklern sowie unabhängigen Finanzanlagen- und Immobiliendarlehensvermittlern aus rund 2.000 Mitgliedsunternehmen. Gern nehmen wir die Gelegenheit wahr, zu der Konsultation 15/2018 Stellung zu nehmen:

Der Entwurf schießt unseres Erachtens in einem entscheidenden Punkt über das Ziel hinaus, womit auch die Interessen der von uns vertretenen unabhängigen Finanzdienstleister betroffen sein könnten. Unter II. 1. d) erwartet die BaFin bei den Angaben zu Kenntnissen und/oder Erfahrungen im Verkaufsprospekt/VIB einen Hinweis,

*„dass der Anleger Kenntnisse und/oder Erfahrungen im Bereich von Vermögensanlagen haben muss.“*

Eine derartige Angabe wäre in mehrererlei Hinsicht problematisch:

Kritikwürdig ist insbesondere das kategorische „Muss“, welches in der Angabe enthalten sein soll. Eine derart strikte Beschränkung lässt sich weder unter rechtlichen Gesichtspunkten rechtfertigen, noch erscheint sie in sachlicher Hinsicht zielführend.

Die Vorschriften des Vermögensanlagegesetzes zu den Zielmarktangaben stehen in engem Zusammenhang zu den Zielmarktregelungen nach MiFID II. Diese Verzahnung lässt es sowohl aus rechtlichen als auch aus praktischen Gründen geboten erscheinen, beim Themenkomplex Zielmarkt einen Gleichlauf zwischen beiden Regelwerken zu erreichen.

Im Bereich der MiFID II machen die Product Governance Richtlinien der ESMA, welche die BaFin in ihre Verwaltungspraxis übernommen hat, aber gerade keine konkreten Zielmarktvorgaben für bestimmte Produktarten. Sie überlassen dies vielmehr dem Konzepteur der Kapitalanlage. Dies aus gutem Grund. Denn nur hierdurch lässt sich dem Bedürfnis gerecht werden, dass eine Zielmarktdefinition individuell ausfallen muss und sich nicht alle Produkte einer bestimmten Gattung (auch nicht alle Vermögensanlagen) über „einen Kamm scheren“ lassen. Aber auch, soweit in den ESMA-Leitlinien Beispiele aufgeführt werden, bleiben diese hinsichtlich ihrer Stringenz hinter dem vorliegenden Entwurf zurück. Während nach den Ausführungen im Entwurf der Auslegungsentscheidung der Anleger Kenntnisse/Erfahrungen „haben muss“, finden sich in den ESMA-Leitlinien unter Rn. 18 zum Merkmal Kenntnisse und Erfahrungen folgende Formulierungen:

*„Für strukturierte Produkte mit komplizierten Renditeprofilen könnten Firmen zum Beispiel festlegen, dass Zielkunden über Kenntnisse in Bezug auf die Funktionsweise und die wahrscheinlichen Ergebnisse des Produkts verfügen sollten. Im Hinblick auf die Erfahrung könnte die Firma ausführen, wie viel praktische Erfahrungen Zielkunden mit Faktoren wie ... haben sollten. So könnte die Firma beispielsweise einen Zeitraum angeben, in dem Kunden auf den Finanzmärkten bereits aktiv sein sollten.“*

Überdies gehen die ESMA-Leitlinien ausdrücklich davon aus, dass in Ausnahmefällen ein Vertrieb außerhalb des Zielmarkts zulässig ist (insbesondere, aber nicht nur bei Zugrundelegung des Portfoliogedankens). Diese Möglichkeit würde aber konterkariert, wenn man die von der BaFin erwartete „Muss“-Angabe in den Verkaufsunterlagen von Vermögensanlagen zugrunde legt. Der Begriff „muss“ beschreibt einen zwingenden Zustand. Will man zum Ausdruck bringen, dass hiervon abweichende Ausnahmekonstellationen denkbar sind, wäre „sollte“ der passende Ausdruck.

Wendet man den in der Formulierung der BaFin zum Ausdruck kommenden Gedanken konsequent an, würde dies im Übrigen dazu führen, dass im Bereich Vermögensanlagen niemals Neukunden entsprechende Produkte erwerben könnten. Dies ist erkennbar nicht interessengerecht und faktisch auch nicht umsetzbar. Denn jeder Anleger muss zwingend irgendwann bei null anfangen. Kein Anleger kommt mit entsprechenden Kenntnissen/Erfahrung auf die Welt.

Auch unter Gesichtspunkten des Anlegerschutzes ist ein Bedürfnis für die im Entwurf gewählte Formulierung nicht erkennbar. Vermögensanlagen sind durchgängig komplexe Finanzinstrumente im Sinne von Art. 25 Abs. 4 MiFID II, Art. 57 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565, weil ihnen jedenfalls das Merkmal der jederzeitigen Verfügbarkeit fehlt. Dementsprechend ist ein Vertrieb nur mit Angemessenheitsprüfung zulässig, d.h. der betreffende Finanzdienstleister hat nach § 63 Abs. 10 WpHG bzw. § 16 Abs. 2 FinVermV die Kenntnisse und Erfahrungen ohnehin zu erfragen und zu bewerten. Darüber hinaus hat er diese im Rahmen der MiFID II-Zielmarktpflichten zu beachten. Eine zusätzliche Angabe in den Verkaufsunterlagen, welche der Sache nach besagt, dass der Anleger ohne Kenntnisse/Erfahrungen im Bereich Vermögensanlagen das Produkt nicht erwerben darf, ist vor diesem Hintergrund weder geboten noch zielführend.

Auch die Formulierung, dass sich die Kenntnisse/Erfahrungen auf den „Bereich von Vermögensanlagen“ beziehen müssen, ist nicht zielführend. Insbesondere wird sie der Praxis nicht gerecht und vermittelt dem Anleger keinen echten Erkenntnisgewinn. In der Praxis werden im Wesentlichen drei Arten von Vermögensanlagen angeboten:

- Beteiligungen,
- (partiarische und festverzinsliche) Nachrangdarlehen sowie
- Direktinvestments.

Diese drei Produktarten haben wenige Berührungspunkte und unterscheiden sich erheblich in ihrer Konstruktion bzw. Konzeption. So hat eine Beteiligung im Regelfall wenig gemein mit einem Nachrangdarlehen oder einem Direktinvestment. Dagegen bestehen offenkundige Übereinstimmungen zwischen einer Beteiligung und einem AIF nach dem KAGB. Abgesehen von gesetzlichen Besonderheiten, die durch das KAGB vermittelt werden, unterscheiden sich beide Produktarten im Wesentlichen nur dadurch, dass ein Beteiligungsunternehmen nach dem Vermögensanlagengesetz operativ tätig ist, während es sich bei einem AIF um ein nicht operativ tätiges Unternehmen handelt. Hinsichtlich seiner Ausgestaltung steht ein AIF einer Beteiligung nach Vermögensanlagengesetz zweifelsfrei erheblich näher als ein Nachrangdarlehen oder ein Direktinvestment.

Vor diesem Hintergrund erschließt sich nicht, weshalb zwar ein Anleger mit Kenntnissen/Erfahrungen mit Nachrangdarlehen oder Direktinvestments eine Beteiligung zeichnen darf, nicht aber ein Anleger, der bereits über Kenntnisse/Erfahrungen mit AIFs verfügt. Auch dieser Wertungswiderspruch zeigt unserer Ansicht nach deutlich, dass die konkrete Formulierung zum Zielmarkt in den Verkaufsunterlagen an die individuellen Gegebenheiten anzupassen ist und somit dem betroffenen Anbieter/Emittenten überlassen werden muss. Eine feste Vorgabe durch die BaFin wird diesem Bedürfnis nicht gerecht. Dass es nicht auf die rechtliche Einordnung des betroffenen Finanzinstruments, sondern auf die sachliche Vergleichbarkeit mit anderen Produkten ankommt, kommt im Übrigen auch in den ESMA-Leitlinien zum Ausdruck, welche in Rn. 18 auf die Kenntnisse und Erfahrungen „auf thematisch verwandten Gebieten“ abstellen.

Wir regen daher an, die in Rede stehende Formulierung, wonach „der Anleger Kenntnisse und/oder Erfahrungen im Bereich von Vermögensanlagen haben muss“, aus dem Entwurf der Auslegungsentscheidung zu streichen und die konkrete Ausgestaltung der Angabe in den Verantwortungsbereich des jeweiligen Anbieters/Emittenten zu legen. Sollte sich die BaFin diesem Vorschlag nicht anschließen, wäre zumindest eine abgeschwächte Formulierung im Sinne von „haben sollte“ erforderlich, um einen rechtlich in Ausnahmefällen zulässigen Vertrieb außerhalb des Zielmarkts nicht auszuschließen. Zudem wäre es in diesem Fall geboten, den unterschiedlichen Arten von Vermögensanlagen durch eine spezifischere Beschreibung der Formulierung „im Bereich von Vermögensanlagen“ Rechnung zu tragen.

Bundesverband Finanzdienstleistung AfW e.V.



Rechtsanwalt Norman Wirth  
-Geschäftsführender Vorstand -