



Matthias J. W. Bohnen

**Informationsblätter als Allheilmittel
zur Überwindung der
Informationsasymmetrie?**

1. Kapitel: Einleitung

Eines der zentralen Probleme des Kapitalmarktes bildet die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Emittenten und Finanzintermediären einerseits und den Anlegern andererseits. Der Begriff der Informationsasymmetrie, synonym auch unter dem Schlagwort „strukturelles Ungleichgewicht“ zu finden,¹ bezeichnet einen Zustand, in dem ein Marktakteur über ein höheres Informationsniveau als sein Gegenüber verfügt.² Im Bereich des Kapitalanlagerechts resultiert dieser Zustand insbesondere daraus, dass es sich bei der Gegenleistung für die Bereitstellung von Kapital um ein Gewinnversprechen für die Zukunft und damit um sogenannte Vertrauensgüter handelt.³ Anders als bei körperlichen Gegenständen, die einer visuellen Prüfung unterzogen werden können, ist die Produktqualität und Plausibilität des Gewinnversprechens nicht ohne Weiteres zu ermitteln.⁴ Im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung kommt den zur Verfügung stehenden Informationen über das Finanzprodukt⁵ daher entscheidende Bedeutung zu.

Im Zuge der Aufarbeitung der weltweiten Finanzkrise⁶ ist die Form der Informationen ins Blickfeld der kapitalmarktrechtlichen Regulierungsprojekte geraten. Hierbei hat sich mit dem Bestreben, den Anleger mittels eines kurzen

1 Vgl. *Lang*, Informationspflichten, S. 21; s. auch *Unzicker*, Einleitung, Rdnr. 8, der von einem „strukturellen Informationsgefälle“ spricht.

2 Vgl. *Kalss/Oppitz/Zollner*, § 1 Rdnr. 16; *Kamp/Ricke*, BKR 2003, 527; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 548, nennt als „Musterbeispiel“ asymmetrischer Informationsverteilung den börslichen Insiderhandel.

3 Vgl. *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, F 23; *Kalss/Oppitz/Zollner*, § 1 Rdnr. 16; *Oehler*, ZBB 2012, 119, 121. Allgemein zum Begriff der Vertrauensgüter *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 118 ff.; *Rehberg*, in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), *Ökonomische Analyse*, S. 284, 315.

4 *Hirte/Heinrich*, in: *KK-WpHG*, Einl. Rdnr. 16.

5 Der Begriff „Finanzprodukt(e)“ dient im Rahmen dieser Arbeit als Sammelbegriff für offene und geschlossene Fonds, Vermögensanlagen nach dem *VermAnlG* sowie den sonstigen Finanzinstrumenten (Aktien, Anleihen etc.) i.S.d. § 2 Abs. 2b *WpHG*.

6 S. zu den Ursachen der Finanzkrise *Beck*, in: *FS-Schneider*, S. 89, 91 f.; *Liescher/Ott*, *NZG* 2010, 841, 842.

Dokumentes über die wesentlichen Eigenschaften des Finanzproduktes zu informieren, ein Schwerpunkt herauskristallisiert. Die vorliegende Arbeit setzt sich mit Rechtsfragen zu und dem praktischen Nutzen von den vor diesem Hintergrund eingeführten Kurzinformationsblättern auseinander, die in der Öffentlichkeit häufig auch als „Beipackzettel“ bezeichnet werden. Gemeint sind damit nicht die jedem Arzneimittel beizulegenden, eng gefalteten und klein bedruckten Packungsbeilagen,⁷ sondern „Beipackzettel“ für Finanzprodukte. Auf zwei bis maximal drei DIN-A4-Seiten sollen solche „Beipackzettel“ den Anleger über wesentliche Charakteristika eines Finanzproduktes aufklären.

Dieser regulatorische Ansatz findet sich in der kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene.⁸ Seit dem 01.07.2011 sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 31 Abs. 3a WpHG i.V.m. § 5a WpDVerOV verpflichtet, dem Kunden im Rahmen einer Anlageberatung ein Produktinformationsblatt (PIB) für Finanzinstrumente zur Verfügung zu stellen.⁹ Zeitgleich ist mit der Umsetzung der sogenannten OGAW-IV-Richtlinie¹⁰ ins deutsche Recht in § 42 Abs. 1 S. 1 InvG die Pflicht zur Erstellung von wesentlichen Anlegerinformationen für offene Investmentanteile statuiert worden, die in dieser Arbeit durchgängig als Key Investor Information Documents (KIID) bezeichnet werden. Knapp ein Jahr später wurde mit dem „Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögenanlagenrechts“¹¹ im neuen § 13 VermAnlG die Pflicht zur Erstellung eines Vermögenanlagen-Informationsblattes (VIB) eingeführt. De lege ferenda wird darüber hinaus auf Grundlage des von der europäischen Kommission veröffentlichten „Vorschlag(es) für eine Verordnung über Basisinformationsblätter

7 S. dazu § 11 AMG.

8 Vgl. *Bauer/Schmidt*, in: Teuber (Hrsg.), Wertpapierrecht, S. 95.

9 Die Einführung des § 31 Abs. 3a WpHG und § 5a WpDVerOV ist Teil der Änderungen durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz - AnsFuG) v. 05.04.2011, BGBl. 2011, Teil I Nr. 14, S. 538.

10 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU Nr. L 302/32 v. 17.11.2009.

11 Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögenanlagenrechts v. 06.12.2011, BGBl. 2011, Teil I Nr. 63, S. 2481.

für Anlageprodukte¹² (PRIP-Verordnungsvorschlag)¹³ ein einheitliches Basisinformationsblatt (BIB) für Anlageprodukte in allen Mitgliedstaaten vorgeschrieben. Dem regulatorischen Ansatz liegt dabei die Erkenntnis zugrunde, dass der durchschnittliche Anleger ausführliche und komplexe Informationen, insbesondere in Form von bis zu dreihundert Seiten umfassenden Prospekten, nicht liest oder nicht in der Lage ist, diese überhaupt zu verstehen.¹⁴ Für Anleger, die unter derartigen Bedingungen eine Anlageentscheidung treffen, bleibt es bei der asymmetrischen Informationsverteilung.

Auf den ersten Blick erscheinen Kurzinformativblätter daher prädestiniert, eben jene Informationsasymmetrie zu beseitigen. Denn der für den ausführlichen Prospekt charakteristische Grundsatz der Vollständigkeit weicht dem Kriterium der Wesentlichkeit von Informationen. Der komprimierten, standardisierten und vereinfachten Darstellung von Informationen ist jedoch eine Informationsverkürzung immanent. Der Ersteller steht dabei vor der schwierigen Aufgabe, die wesentlichen Charakteristika, Chancen und Risiken komplexer Finanzprodukte in dem zwingend vorgegebenen engen Korsett von wenigen DIN-A4-Seiten darzustellen. Erschwerend kommen die gesetzlichen Anforderungen an die inhaltliche Ausgestaltung hinzu, die weit gefasst sind und zahlreiche unbestimmte Rechtsbegriffe enthalten. Gleichzeitig sieht sich der Ersteller im Falle von fehlerhaften und möglicherweise sogar fehlenden Angaben nicht nur mit aufsichtsrechtlichen Sanktionen, sondern auch mit einer zivilrechtlichen Haftung konfrontiert. Im Hinblick auf den beschränkten Seitenumfang stellt sich zudem die Frage, ob die wenigen gezielten Angaben überhaupt Grundlage für eine fundierte Anlageentscheidung sein können. So könnte dem Anleger etwa infolge der verkürzten Darstellung ein im Ergebnis unzutreffendes Risikoprofil des Finanzproduktes suggeriert werden. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweifelhaft, ob der durch das Kurzinformativblatt erreichte Nutzen für die Anlageentscheidung in einem adäquaten Verhältnis zu den Haftungsrisiken des Erstellers steht. Weiterhin ist unklar, wie sich die neuen Vorschriften in das Anlegerschutzkonzept mit seiner Vielzahl von Informationspflichten und das zivilrechtliche Haftungssystem einfügen.

12 Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte v. 03.07.2012, KOM (2012) 352 endg.

13 PRIP steht für "Packaged retail investment product".

14 Vgl. Assmann, AG 1993, 549, 560; Bauer/Schmidt, in: Teuber (Hrsg.), Wertpapierrecht, S. 95; Casper, BB 2011, Heft 20, „Die erste Seite“; Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1698.

Trotz intensiver Diskussionen und zahlreichen Beiträgen in der Aufsatzliteratur¹⁵ bestehen auch über ein respektive zwei Jahre nach Einführung der neuen Regelungen erhebliche Unsicherheiten im Hinblick auf die vorgehend skizzierten Problemfelder. Insbesondere aber fehlt es an einer gebündelten und auf alle Kurzinformativblätter fokussierten Bearbeitung.¹⁶ Die vorliegende Arbeit widmet sich diesen Problemfeldern und gibt eine Antwort auf die im Arbeitstitel angelegte Frage, welchen Beitrag Kurzinformativblätter leisten können, um dem Anleger eine fundierte Investitionsentscheidung zu ermöglichen. Dabei erhebt die Arbeit nicht den Anspruch, den Erstellungsverpflichteten einen Leitfaden für die Abfassung der neuen Informationsdokumente an die Hand zu geben.¹⁷ Vielmehr soll eine gegenüberstellende Analyse der dem KIID, PIB und VIB zugrundeliegenden Rechtsnormen vorgenommen werden. Zudem erfolgt ein Ausblick auf das noch im Rechtssetzungsverfahren befindliche BIB auf Grundlage des PRIP-Verordnungsvorschlages. Ausgangspunkt und Maßstab der Untersuchung ist die sich in allen Gesetzesbegründungen wiederfindende Zielsetzung, Transparenz und Vergleichbarkeit von Finanzprodukten zu schaffen.¹⁸

In einem ersten Schritt wird der regulatorische Ansatz in seinen Grundzügen nachvollzogen und damit die Notwendigkeit zur Etablierung eines kurzen Informationsdokumentes aufgezeigt. Unerlässlich für das Verständnis ist die Befassung

15 Beispielhaft sind hier etwa folgende Aufsätze zu nennen: *Müchler*, WM 2012, 974 ff. („Die neuen Kurzinformativblätter – Haftungsrisiken im Rahmen der Anlageberatung“); *Podewils*, ZBB 2011, 169 ff. („Beipackzettel für Finanzprodukte – Verbesserte Anlegerinformationen durch Informationsblätter und Key Investor Information Documents?“); *Preuß/Schmidt*, BKR 2011, 265 ff. („Anforderungen an Informationsblätter nach § 31 Abs. 3a WpHG“); *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 ff. („Das Vermögensanlagen-Informativblatt: neue Dokumentationsanforderungen im Bereich geschlossener Fonds“); *Schlee/Maywald*, BKR 2012, 320 ff. („PIB: Ein neues Risiko im Rahmen der Prospekthaftung?“).

16 Zu nennen ist hier allerdings die bereits Ende 2011 erschienene Dissertation von *Kevin Niwek*, Produktinformativblatt und Key Investor Information, der allerdings ausschließlich das PIB und KIID behandelt. Ferner sind die Beiträge verschiedener Autoren im Rahmen des von *Hanno Teuber* herausgegebenen Sammelwerkes „Wertpapierrecht 2011“ hervorzuheben. Hier steht jedoch weniger eine vergleichende Analyse als vielmehr eine isolierte Darstellung und Bewertung der Kurzinformativblätter im Vordergrund. Zudem war die PRIP-Initiative zu diesem Zeitpunkt noch nicht in einem Rechtssetzungsakt konkretisiert.

17 So aber der Anspruch von *Niwek*, S. 24 f.

18 Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 17/3628, S. 21; Begr. RegE BT-Drucks. 17/4510, S. 120 f. sowie Begr. RegE BT-Drucks. 17/6051, S. 56; vgl. für den PRIP-Verordnungsvorschlag KOM (2012) 352 endg., Erwägungsgrund 11.

mit dem Regulierungsparadigma des informationellen Anlegerschutzes (Kapitel 2). Dabei fokussiert sich die Arbeit auf die ökonomischen Grundlagen des Informationsmodells und die Überforderung des Anlegers durch zu viele Informationen. Im Anschluss erfolgt ein kurzer Blick auf die Entstehungsgeschichte der Gesetze, Richtlinien und Verordnungen, die den Vorschriften zu den Kurzinformativblättern auf nationaler und europäischer Ebene zugrunde liegen (Kapitel 3). Die Ausführungen dienen einer ersten Annäherung an die rechtlichen Grundlagen und verdeutlichen die Motive des Gesetzgebers zur Etablierung von kurzen Informationsdokumenten. Zugleich werden an dieser Stelle die für Kurzinformativblätter veränderten rechtlichen Rahmenbedingungen skizziert, die mit dem Inkrafttreten des AIFM-UmsG¹⁹ am 22.07.2013 einhergehen. Die teils redaktionell, teils inhaltlich veränderten rechtlichen Rahmenbedingungen werden in den darauf folgenden Kapiteln (Kapitel 4 bis 8) der Arbeit zugrunde gelegt.

Zur Beurteilung der Frage, ob der gegebene Rechtsrahmen der gesetzgeberischen Intention gerecht wird, ist es zunächst erforderlich, sich die Adressaten der Erstellungspflicht, die Voraussetzungen, unter denen ein Kurzinformativblatt erstellt werden muss sowie die erfassten Finanzprodukte zu vergegenwärtigen (Kapitel 4). Daran anschließend wird sowohl die Art und Weise als auch der Zeitpunkt der Zurverfügungstellung beleuchtet (Kapitel 5). Denn die Schaffung von Transparenz und Vergleichbarkeit setzt voraus, dass der Anleger in die Lage versetzt wird, den Inhalt des Kurzinformativblattes in seine Investitionsentscheidung mit einzubeziehen. Welche Anforderungen das Gesetz an die inhaltliche Ausgestaltung des KIID, PIB, VIB und BIB stellt und wann von einer gesetzeskonformen Umsetzung ausgegangen werden kann, ist Gegenstand des darauf folgenden Abschnittes (Kapitel 6). Hierbei soll auch der Frage nachgegangen werden, ob sich die inhaltlichen Anforderungen im Rahmen des beschränkten Seitenumfanges überhaupt umsetzen lassen und inwiefern sie geeignet sind, die bei der Erstellung des Kurzinformativblattes vorhandenen Rechtsunsicherheiten zu beseitigen. Sodann werden die aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen Konsequenzen behandelt, die die Zurverfügungstellung eines fehlerhaften Kurzinformativblattes beziehungsweise eine fehlende Zurverfügungstellung zur Folge haben (Kapitel 7). Es folgt eine abschließende und zusammenfassende Bewertung auf Grundlage der in den vorherigen Kapiteln gewonnenen wesentlichen Erkenntnisse (Kapitel 8).

19 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 04.07.2013, BGBl. 2013, Teil I Nr. 35, S. 1981.