DEUTSCHE FINANZ
DFPA
PRESSE AGENTUR

PRESS GUIDE
REGULIERUNG

Fonds, Sachwerte und Investmentvermögen

Analyse und Bewertung der neuen Investment-Regulierungen für Journalisten

Oktober 2018

PRESS GUIDE REGULIERUNG

Fonds, Sachwerte und Investmentvermögen

Analyse und Bewertung der neuen Investment-Regulierungen für Journalisten

Herausgeber:

Dr. Dieter E. Jansen

AfW – Bundesverband Finanzdienstleistung e.V.

Rechtsanwalt Volkhard Neumann

Liebe Kollegen,

Sie halten den PRESS GUIDE in der Hand ...

Eine solche Idee und ein solches Werk gab es noch nie in der Finanz- und Kapitalanlage-Branche.

Der **PRESS GUIDE** erläutert, speziell für Journalisten, eines der kompliziertesten Regelwerke des Kapitalmarktes.
Am 14. Juli 2013 revolutionierte das Kapitalanlagegesetzbuch alles, was bis dato Geschlossene Fonds und Investmentfonds ausmachte. 360 Paragraphen stellen alles auf den Kopf, was den privaten Kapitalanlagemarkt jahrzehntelang beherrschte. Nicht nur Anleger, Finanzberater und sogar viele Juristen haben seitdem ihre liebe Not mit der Interpretation des neuen Gesetzbuches. Kaum verlässliche Beratung, Hilfestellung, keine Experten, keine Hotlines. Diese Unsicherheit mit dem Inhalt der neuen Vorschriften hält beim Anlagepublikum weitgehend bis heute an.
Die betroffene Branche hat sich allerdings notwendigerweise inzwischen an die neuen Regeln angepasst. **Anleger gewinnen wieder Zuversicht**, ganz langsam wächst der Optimismus, der Glaube an die Sinnhaftigkeit des neuen Regelwerkes baut sich auf, das Vertrauen, dass **Anlegerschutz wieder ein belastbarer Begriff** ist, nimmt zu.
Aber, wie geht die Presse mit dem KAGB und den neuen Standards der privaten Kapitalanlage um? Nicht erkennbar überzeugt, meist wird ohne Know-how-Fundament berichtet. Welcher der früheren Anlage-Fach-Autoren hatte Zeit und Lust, sich intensiv einzuarbeiten, wo sich doch die Branche - so die Erwartung - als Folge der Finanzkrise bald auflösen wird. Wer sich informieren wollte, fand kein Angebot dazu. Anlagepromotoren, Berater, besonders aber Anleger litten unter dem Info-Vakuum.
Dann hatte ein Unternehmer eine Idee: **Aufklärung über das KAGB** liefern für Anlageberater und Medien. Ohne werbliche Hintergedanken.
Der Chef der Dr. Peters Group, Anselm Gehling, schlug dieses öffentlich vor. Er fand schnell Gefolgschaft im Kollegenkreis, bei Verbänden und beim Vertrieb. Es bildete sich ein Partnerkreis zur Realisierung. Die **Deutsche Finanz Presse Agentur (DFPA)** übernahm die Umsetzung. Ohne Honorar und finanzielle Hintergedanken erklärten sich die besten Kanzleien zur Mitarbeit bereit. Als Erstes wurde im November 2017 **PRO**BERATER, ein Wegweiser durch die Regulierung (KAGB) für Anlageberater, produziert. Das Update 2018 wird im Oktober veröffentlicht.

Der entscheidende Kick zur Realisierung des **PRESS GUIDE** kam dann von Thomas Oliver Müller, CEO der Deutsche Finance Group, München. Er fand die Idee, ein Nachschlagewerk zur Regulierung für die Presse herauszugeben, so überzeugend, dass er die Kosten für Produktion und Versand dieser Unterlage spontan übernahm.

Herrn Gehling und Herrn Müller gebührt Dank.

Nun ist das Werk vollendet. Möge es Ihnen weiterhelfen ...

Dr. Dieter E. Jansen
DFPA-Herausgeber

Das ist die Deutsche Finanz Presse Agentur (DFPA)

Die Kapitalanlagebranche generiert täglich unzählige Nachrichten. Tausende Marktpartner (Banken, Emittenten von Anlagekonzepten, Anlage-Vertriebe, Berater, Investmentfondsgesellschaften, Lebensversicherungen und viele andere) stellen permanent Nachrichten online.

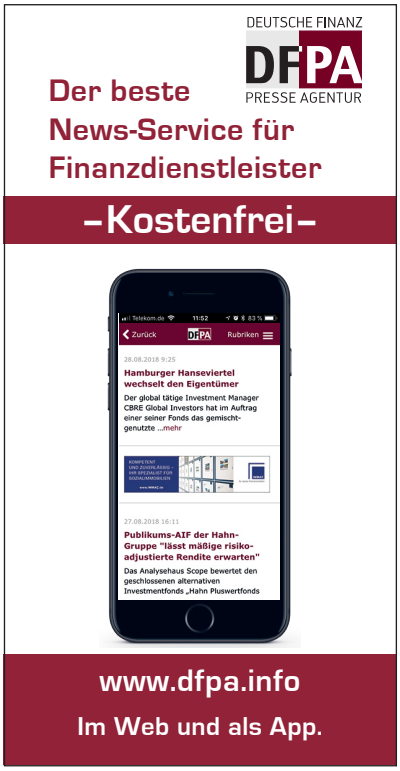
Eine zentrale Nachrichtensammel- und Distributionsstelle (Nachrichtenagentur) gab es bis 2014 unter den 20 deutschen Nachrichtenagenturen nicht. **2014 nahm die DFPA ihren Geschäftsbetrieb auf.**

Die DFPA-Redaktion recherchiert systematisch. Dafür werden mehrmals täglich über 3.000 URLs der Marktteilnehmer mit einem von DFPA entwickelten Scan-System abgefragt. Die wichtigsten 30 bis 35 täglichen News werden von DFPA ausgewählt, von der Redaktion getextet, **auf der DFPA-Homepage und der DFPA-App veröffentlicht und den Nutzern unentgeltlich zur Verfügung gestellt.** Dazu publiziert DFPA die Pressemeldungen und Nachrichten, die bei der Redaktion täglich eingehen.

DFPA publiziert aktuell, umfassend, qualifiziert, neutral.

Available on the App Store

GET IT ON Google Play



Teil I - DAS KAGB PROFESSIONALISIERT GESCHLOSSENE FONDS

Summary

1. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil die Emissionshäuser/Fondsverwalter heute besser sind? Seite 11

Autor: Volkhard Neumann

1.1 Zulassung

1.2 Anforderungen an die Organisation

1.2.1 Risikomanagement

1.2.2 Liquiditätsmanagement

1.2.3 Vergütungspolitik

1.2.4 Interessenskonflikte

1.2.5 Compliance

1.2.6 Interne Revision

1.3 Übertragung von Aufgaben auf Dritte möglich?

2. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil externe Kontrolleure obligatorisch sind? Seite 18

Autor: Volkhard Neumann

2.1 Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

2.2 Verwahrstelle

2.3 Externe Bewerter

3. Prospekthaftung und Beraterhaftung – Was gilt weiterhin? Seite 21

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

3.1 Überblick

3.2 Was gilt weiterhin?

3.3 Die gesetzliche Prospekthaftung (§ 306 KAGB)

3.4 Die Prospekthaftung im engeren Sinne

3.5 Die Prospekthaftung im weiteren Sinne

3.6 Die Haftung der Anlageberater und -vermittler

3.7 Kapitalanlagebetrug

4. Offene und Geschlossene Fonds: Zwei Welten mit unterschiedlicher Historie – jetzt eine Familie Seite 31

Autor: Volkhard Neumann

4.1 Same but different: Offene und Geschlossene Fonds

4.2 Rückblick

4.3 Rechtliche Strukturen

4.3.1 Geschlossene Fonds vor Einführung des KAGB

4.3.2 Offene Fonds vor Einführung des KAGB

4.4 Einheitswelt und Komplikationen: Die Einführung des KAGB

4.5 OGAW vs. AIF, offen vs. geschlossen, Spezialfonds vs. Publikumsfonds

4.5.1 OGAW vs. AIF

4.5.2 Alternative Investmentfonds (AIF)

4.5.3 Offene Investmentvermögen

4.5.4 Geschlossene Investmentvermögen

4.5.5 Spezial-AIF vs. Publikums-AIF

4.6 Gibt es noch „Investments“ außerhalb des KAGB?

4.7 Gesetzliche Typisierung und behördliche Vereinheitlichung

Teil II - VERMÖGENSANLAGEN

1. Was hat sich bei den Vermögensanlagen geändert? Seite 38

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

1.1 Einleitung

1.2 Neuerungen durch Kleinanlegerschutzgesetz

1.3 Neue Vertriebsvorschriften durch MiFID II

2. Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung der Emittenten von Vermögensanlagen Seite 44

Autor: Dr. Ingo Janert

Summary

2.1 Einleitung

2.2 Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an die jährliche Finanzberichterstattung

2.3 Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung

3. Anforderungen an einen Lagebericht im Kapitalanlagerecht Vermögensanlagen Seite 52

Autor: Dr. Ingo Janert

Teil III - ZENTRALE ANLEGERSCHUTZ-THEMEN – WAS GILT HEUTE?

1. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Anlegerschutz Seite 54

Autor: Dr. Gunter Reiff

1.1 Kollektiver Verbraucherschutz nach dem Selbstverständnis der BaFin

1.2 Verfolgung unerlaubter Geschäfte

1.3 Produktintervention

2. Anlageberatung nach der Regulierung – Wie sieht diese heute aus? Seite 58

Autor: Oliver Renner

2.1 Wie muss ein Anleger beim Erwerb von Fonds beraten werden?

2.2 Geeignetheit der Produkte

2.3 Wer darf überhaupt beraten/vermitteln?

2.4 Was kann bei der Beratung schieflaufen?

2.4.1 Darlegungs- und Beweislastverteilung

2.4.2 Besonderheiten bei Beraterhaftungsprozessen

2.4.3 Substantiierter Vortrag des Anlegers?

2.4.4 Sekundäre Darlegungslast beim Berater

2.4.5 Beweislast des Beraters

2.4.6 Beweisführung ohne Zeugen zum Beratungsgespräch

3. Welche Informationsquellen über die jeweiligen Anlagen gibt es? Seite 66

Autorin: Lissie Goldbach

3.1 Prospekt beziehungsweise Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, VIB

3.2 PRIIPs und BIB

3.3 Zielmarktbestimmung

3.4 Kostentransparenz

3.5 Inwieweit ist Werbung belastbar und eine zuverlässige Quelle? Was ist erlaubt, was ist verboten?

4. Welche Informationsquellen über den Markt und die Rechtslage gibt es? Seite 81
Autor: Peter Mattil
4.1 Die Emittenten selbst
4.2 BaFin
4.3 Gesetzgebung
4.4 Websites der Anwälte
4.5 Presse
5. Was ist MiFID II? Seite 83
Autor: Daniel Berger
5.1 Umsetzung der MiFID II in Deutschland
5.2 Wichtigste Neuerungen beim Anlegerschutz

Teil IV - DIGITALISIERUNG

1. Crowdinvesting Seite 89
Autor: Professor Dr. Thomas Zacher
1.1 Was sind die besonderen Merkmale des Crowdfunding oder Crowdinvesting?
1.2 Welche Vorteile bietet Crowdinvesting?
1.3 Welche Risiken gibt es?
1.4 Welche Parameter werden für die Zukunft entscheidend sein?
2. Fintechs Seite 93
Autor: Florian Kelm
2.1 Typische Merkmale von Fintechs
2.2 Lizenzpflicht: Ja oder nein?
2.3 Vermeidung des Lizenzverfahrens durch Auslagerung
2.4 Lizenz
2.5 Geltungsbereich der Lizenz
3. Initial Coin Offerings (ICOs) – Die neue digitale Finanzierungs- und Anlageform Seite 98
Autor: Dr. Oliver Zander
Summary
3.1 Was sind ICOs?
3.2 Wie läuft ein ICO ab?
3.3 Für welche Geschäftsmodelle eignet sich ein ICO?
3.4 Wie ist ein ICO regulatorisch einzuordnen?
3.5 Haftungsrisiken
3.6 Risiken für die Anleger

Teil V - DEUTSCHLAND IM INTERNATIONALEN VERGLEICH MIT LUXEMBURG Seite 107
Autorin: Lissie Goldbach

Ist die Regulierung geeignet den „grauen Kapitalmarkt“ verschwinden zu lassen? Seite 112
Wir haben die Meinung der Autoren zu dieser Frage eingeholt.

Glossar Seite 114
Autorenverzeichnis Seite 118
Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGen) Seite 120
Anbieter von Vermögensanlagen Seite 122

Teil I - DAS KAGB PROFESSIONALISIERT GESCHLOSSENE FONDS

Summary Seite 10

1. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil die Emissionshäuser/Fondsverwalter heute besser sind? Seite 11

Autor: Volkhard Neumann

1.1 Zulassung

1.2 Anforderungen an die Organisation

1.2.1 Risikomanagement

1.2.2 Liquiditätsmanagement

1.2.3 Vergütungspolitik

1.2.4 Interessenskonflikte

1.2.5 Compliance

1.2.6 Interne Revision

1.3 Übertragung von Aufgaben auf Dritte möglich?

2. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil externe Kontrolleure obligatorisch sind? Seite 18

Autor: Volkhard Neumann

2.1 Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

2.2 Verwahrstelle

2.3 Externe Bewerter

3. Prospekthaftung und Beraterhaftung – Was gilt weiterhin? Seite 21

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

3.1 Überblick

3.2 Was gilt weiterhin?

3.3 Die gesetzliche Prospekthaftung (§ 306 KAGB)

3.4 Die Prospekthaftung im engeren Sinne

3.5 Die Prospekthaftung im weiteren Sinne

3.6 Die Haftung der Anlageberater und -vermittler

3.7 Kapitalanlagebetrug

4. Offene und Geschlossene Fonds: Zwei Welten mit unterschiedlicher Historie – jetzt eine Familie Seite 31

Autor: Volkhard Neumann

4.1 Same but different: Offene und Geschlossene Fonds

4.2 Rückblick

4.3 Rechtliche Strukturen

4.3.1 Geschlossene Fonds vor Einführung des KAGB

4.3.2 Offene Fonds vor Einführung des KAGB

4.4 Einheitswelt und Komplikationen: Die Einführung des KAGB

4.5 OGAW vs. AIF, offen vs. geschlossen, Spezialfonds vs. Publikumsfonds

4.5.1 OGAW vs. AIF

4.5.2 Alternative Investmentfonds (AIF)

4.5.3 Offene Investmentvermögen

4.5.4 Geschlossene Investmentvermögen

4.5.5 Spezial-AIF vs. Publikums-AIF

4.6 Gibt es noch „Investments“ außerhalb des KAGB?

4.7 Gesetzliche Typisierung und behördliche Vereinheitlichung

Summary

Das KAGB hat 2013 den schwierigen Markt der Geschlossenen Fonds verändert wie keine andere Regelung zuvor. Was hat sich für den Anleger verändert? Wo wirken sich die Veränderungen aus?

Alternative Investmentfonds werden heute von Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet, die in ihrer inneren Organisationsstruktur professionell aufgestellt sind und einer umfassenden Kontrolle unterliegen. Das ehemalige Graumarkt-Schmuddel-Image ist damit überholt. Die Vielfalt der Fondskonzepte allerdings auch.

Das KAGB professionalisiert Geschlossene Fonds

1. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil die Emissionshäuser/Fondsverwalter heute besser sind?

Autor: Volkhard Neumann

Am 22. Juli 2013 blieb die Fondswelt für einen kurzen Augenblick stehen. Und das neu geschaffene Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) trat in Kraft. Nichts ist mehr wie es war in der guten alten Welt der Geschlossenen Fonds. Nur wenige hatten eine Vorstellung, was an ihre Stelle treten würde. Vielen geht das bis heute so. Warum? Zugegeben, das KAGB mit all seinen Ausführungsbestimmungen ist für Anwender ein gesetzgeberisches Monster.

Für Anleger ist es aber ein Füllhorn voller Gründe, sich nach Zeiten voller Pleiten, Pech und Pannen wieder mit dem Thema Geschlossener Fonds zu befassen, der jetzt auf den Namen „geschlossenes Investmentvermögen“ hört.

Hierbei wollen wir zeigen, wie geschlossene alternative Investmentfonds (AIF), so die neue Bezeichnung für die Geschlossenen Fonds, unter dem KAGB besser, sicherer und erfolgreicher werden sollen.

Was regelt das KAGB eigentlich? Das KAGB ist das deutsche Umsetzungsgesetz der europäischen AIFM-Richtlinie (Alternativ Investment Fund Manager), wobei der entscheidende Buchstabe das M ist, das für **Manager** steht. Reguliert werden durch das KAGB also in erster Linie Manager von Investmentfonds, und zwar erstmals für offene und Geschlossene Fonds in einem Gesetz. Denn die Verwaltung von Fonds ist seit Einführung des KAGB nur noch von so genannten Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) erlaubt, für die strenge Anforderungen gelten. Um dies darzustellen, werden wir Sie auf eine „virtuelle Betriebsbesichtigung“ bei einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) mitnehmen und einen Blick in verschiedene neu geschaffene „Abteilungen“ werfen, die aus den Emissionshäusern der alten Welt professionelle Fondsmanagement-Gesellschaften machen sollen. Darüber hinaus haben sich in das KAGB auch eine Vielzahl von Produkt- und Vertriebsregeln eingeschlichen.

Das KAGB ist das deutsche Umsetzungsgesetz der europäischen AIFM-Richtlinie (Alternativ Investment Fund Manager), wobei der entscheidende Buchstabe das M ist, das für Manager steht. Reguliert werden durch das KAGB also in erster Linie Manager von Investmentfonds, und zwar erstmals für offene und Geschlossene Fonds in einem Gesetz.

1.1 Zulassung

Rückblende: Wer bis 2013 Fondsprodukte emittieren und verwalten wollte, musste hierfür eine Gewerbeanmeldung beim heimischen Ordnungsamt einreichen und schon konnte es losgehen. Seit der Einführung des KAGB ist für die Verwaltung von geschlossenen Publikums-Investmentvermögen (AIF) eine Zulassung als Kapitalverwaltungsgesellschaft durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erforderlich. Bereits der Weg zur Startlinie ist damit ein **Hindernislauf**:

Die **finanzielle Hürde**: Es ist ein anfängliches Mindesteigenkapital von 125.000 Euro für externe beziehungsweise 300.000 Euro für interne Kapitalverwaltungsgesellschaften nachzuweisen. Unabhängig hiervon muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu jeder Zeit Eigenmittel in Höhe von mindestens 25 Prozent der laufenden jährlichen Fixkosten ihres Geschäftsbetriebes vorhalten, um die nachhaltige Verwaltung der verwalteten Investmentvermögen sicherzustellen. Darüber hinaus sind potenzielle Berufshaftungsrisiken abzudecken, entweder durch angemessene zusätzliche

Eigenmittel oder durch den Abschluss einer entsprechenden Versicherung, was der BaFin nachzuweisen ist. Alle vorstehenden Voraussetzungen werden laufend überwacht.

Die personelle Hürde: Es müssen mindestens zwei Geschäftsleiter bestellt werden, die zuverlässig und fachlich geeignet sind. Beides ist der BaFin gegenüber anhand von umfangreichen Unterlagen nachzuweisen. Ergänzend hierzu macht sich die BaFin selbst im Rahmen eines persönlichen Gespräches einen Eindruck von den handelnden Personen.

Die organisatorische Hürde: Die KVG muss einen tragfähigen Geschäftsplan vorlegen, der neben der vollständigen Organisationsstruktur einschließlich Unternehmenshandbuch und Personalplan auch alle Angaben darüber enthalten muss, wie die KVG ihren Pflichten nach dem KAGB nachkommen will.

Überquert eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit Zulassung durch die BaFin die Startlinie in den Markt, ist sichergestellt, dass der gesamte künftige Arbeitsablauf zumindest einmal vollständig durchdacht worden ist.

Als erstes Zwischenergebnis lässt sich also festhalten: Überquert eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit Zulassung durch die BaFin die Startlinie in den Markt, ist sichergestellt, dass der gesamte künftige Arbeitsablauf zumindest einmal vollständig durchdacht worden ist. Werfen wir jetzt also einen zweiten Blick auf die Organisationsstruktur einer KVG und damit einen Blick in die einzelnen Abteilungen:

1.2 Anforderungen an die Organisation

Die Verhaltens- und Organisationspflichten einer KVG, also die Sachkenntnis, Sorgfalt und die Einrichtung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation, werden im KAGB nicht nur abstrakt umrissen, sondern anhand der folgenden Punkte konkret durchdekliniert:

1. Risikomanagement
2. Liquiditätsmanagement
3. Vergütungspolitik
4. Interessenkonflikte
5. Compliance
6. Interne Revision

Zu jedem dieser Punkte sind so konkrete Vorgaben zu erfüllen, dass die bis 2013 unregulierte Branche vor weitreichenden Aufgaben stand.

1.2.1 Risikomanagement

„Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat eine dauerhafte Risikocontrollingfunktion einzurichten und aufrechtzuerhalten, die von den operativen Bereichen hierarchisch und funktionell unabhängig ist (Funktionstrennung)“,

„Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat eine dauerhafte Risikocontrollingfunktion einzurichten und aufrechtzuerhalten, die von den operativen Bereichen hierarchisch und funktionell unabhängig ist (Funktionstrennung)“, so fordert es § 29 des KAGB. Neuland für viele Emissionshäuser der „alten Welt“, jedenfalls in dem Umfang, wie es die seit Januar 2017 neu gefassten „Mindestanforderungen an das **Risikomanagement** vom Kapitalverwaltungsgesellschaften“ (KaMa-Risk) fordern: Denn das Risikomanagement muss von den operativen Bereichen hierarchisch und funktionell getrennt sein, in der Praxis bedeutet dies, dass die Risikocontrolling-Funktion organisatorisch bis einschließlich der Geschäftsleitungsebene von den operativen Bereichen wie zum Beispiel dem Fondsmanagement zu trennen ist. Dabei hat die KVG sicherzustellen, dass miteinander unvereinbare Tätigkeiten, also Tätigkeiten, bei denen Interessenkonflikte entstehen können, durch unterschiedliche Mitarbeiter durchgeführt werden.

Was heißt das konkret? Bereits im Rahmen der Konzeption von Investmentvermögen und bei der Festlegung des Risikoprofils eines AIF und der grundsätzlichen Anlagestrategie wird der **Risikocontroller** einbezogen. Risiken werden also bereits im Vorfeld des Produktes erkannt und berücksichtigt.

Darüber hinaus müssen die Risikomanagementsysteme der KVG gewährleisten, dass die für die jeweiligen Anlagestrategien wesentlichen Risiken der Investmentvermögen jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden. Dabei sollen auch Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Risikoarten auf Ebene der KVG und der verwalteten Fondsvermögen berücksichtigt werden. In regelmäßigen Stresstests wird die Verlustanfälligkeit der Investmentvermögen und der KVG selbst durch unterschiedliche Ereignisse simuliert und bewertet.

Darüber hinaus müssen die Risikomanagementsysteme der KVG gewährleisten, dass die für die jeweiligen Anlagestrategien wesentlichen Risiken der Investmentvermögen jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden..

Den Geschäftsleitern der KVG werden regelmäßig, mindestens aber einmal jährlich, schriftliche Berichte zu Fragen des Risikomanagements zur Verfügung gestellt. Sie sind außerdem regelmäßig über den jeweils aktuellen Risikostand bei jedem verwalteten AIF und jede tatsächliche oder vorhersehbare Überschreitung der festgelegten Risikolimits zu informieren. All dies ist in nachvollziehbarer, aussagekräftiger Art und Weise zu dokumentieren. Berichte haben nicht nur eine Darstellung, sondern auch eine **Beurteilung der Risikosituation** zu enthalten, im Falle des Falles sind unverzüglich konkrete Handlungsvorschläge zur Risikoreduzierung aufzunehmen.

Berichte haben nicht nur eine Darstellung, sondern auch eine Beurteilung der Risikosituation zu enthalten,

Mit all diesen Maßnahmen wird die KVG in die Lage versetzt, Risiken frühzeitig zu erkennen und umgehend die gegebenenfalls erforderlichen Gegenmaßnahmen ergreifen zu können. Und um sicherzustellen, dass dies auch bei veränderten Rahmenbedingungen funktioniert, muss die KVG ihr Risikomanagementsystem jährlich überprüfen und soweit erforderlich anpassen. Mit anderen Worten, ab der Einführung des KAGB gilt **„safety first“**.

1.2.2 Liquiditätsmanagement

Neben dem Risikomanagement muss jede KVG ein **Liquiditätsmanagement** vorhalten (§ 30 KAGB) und zwar für jedes von ihr verwaltete Investmentvermögen, es sei denn, die Investmentvermögen setzen kein Fremdkapital ein. Da dies aber bei den meisten geschlossenen Investmentvermögen der Fall sein dürfte, ist auch ein Liquiditätsmanagement seit 2013 obligatorisch. So hat die KVG konkrete Verfahren festzulegen, die es ihr ermöglichen, die Liquiditätsrisiken der verwalteten Investmentvermögen zu überwachen, um so sicherzustellen, dass jedes Investmentvermögen stets über ausreichend Liquidität verfügt, um seinen Verbindlichkeiten nachzukommen. Im Rahmen der jetzt obligatorischen Stresstests müssen sowohl normale als auch außergewöhnliche Liquiditätsbedingungen berücksichtigt und dokumentiert werden.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat ferner zu gewährleisten, dass die Anlagestrategie, also die dem Anleger bei Auflage des Fonds avisierte Investitionsweise, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze eines jeden von ihr verwalteten AIF übereinstimmen.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat ferner zu gewährleisten, dass die Anlagestrategie, also die dem Anleger bei Auflage des Fonds avisierte Investitionsweise, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze eines jeden von ihr verwalteten AIF übereinstimmen.

1.2.3 Vergütungspolitik

Unangemessene Boni, intransparente Berechnungsweisen, versteckte Vergütungen? Auch dort greift das KAGB in die bisherigen Freiheiten ein und bringt eine Vielzahl von Regelungen und Be-

schränkungen für die Geschäftsleiter und Mitarbeiter der KVG.

So muss die KVG zunächst die „Risikoträger" bestimmen, also die Mitarbeiter, deren Tätigkeiten einen wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil der Verwaltungsgesellschaft oder der verwalteten Investmentvermögen haben. Zudem sind Mitarbeiter mit Kontrollfunktionen und diejenigen Mitarbeiter zu identifizieren, die eine Gesamtvergütung erhalten, auf Grund derer sie sich in derselben Einkommensstufe befinden wie Geschäftsführer und Risikoträger.

Für diesen Personenkreis hat die KVG ein **Vergütungssystem** festzulegen, das mit einem wirksamen Risikomanagementsystem vereinbar ist. Das bedeutet: Die Art oder die Höhe der Vergütung darf keine Anreize zur Eingehung von Risiken bieten, die nicht mit dem Risikoprofil, den Anlagebedingungen, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag der verwalteten AIF vereinbar sind.

Im Zentrum der Beobachtung stehen erfolgsabhängige Vergütungen. Hierzu wurden bereits im Jahr 2011 im Anhang 2 zur AIFM-Richtlinie von 2011 konkrete Vorgaben für die Vergütungspolitik vereinbart, die sich jetzt in § 37 Abs. 2 KAGB wiederfinden:

So sind bei einer erfolgsabhängigen Vergütung sowohl die langfristige Leistung des betreffenden Mitarbeiters als auch das Gesamtergebnis des AIF zugrunde zu legen. Die langfristigen Leistungen des Mitarbeiters sollen insbesondere dadurch einbezogen werden, dass erfolgsabhängige Vergütungskomponenten über einen längeren Zeitraum verteilt werden. Bei der Einstellung neuer Mitarbeiter sind garantierte variable Vergütungen nur noch in Ausnahmefällen möglich und auf das erste Jahr beschränkt.

Ferner müssen feste und variable Vergütungsbestandteile in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen, mit anderen Worten, der feste Vergütungsanteil muss für sich genommen angemessen hoch sein, so dass der Mitarbeiter nicht von der Zahlung einer variablen Komponente abhängig ist.

Ferner müssen feste und variable Vergütungsbestandteile in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen, mit anderen Worten, der feste Vergütungsanteil muss für sich genommen angemessen hoch sein, so dass der Mitarbeiter nicht von der Zahlung einer variablen Komponente abhängig ist. Besonders deutlich reguliert die Richtlinie die Zahlungen im Zusammenhang mit der vorzeitigen Beendigung eines Vertrags: Diese müssen so gestaltet sein, dass sie die im Laufe der Zeit erzielten Ergebnisse widerspiegeln und nicht ein Versagen belohnt wird, ein Vorbild für andere Branchen! Die Ansage des Gesetzgebers ist eindeutig: Jegliche **Anreize sind zu vermeiden**, die dazu führen können, dass Entscheidungsträger aus Eigeninteresse heraus gegen die Interessen der Anleger der verwalteten Investmentvermögen oder der KVG selbst handeln.

1.2.4 Interessenkonflikte

... eine Kapitalgesellschaft (hat) heute alle angemessenen Maßnahmen zu treffen, um Interessenkonflikte zu ermitteln, die im Zusammenhang mit der Verwaltung von Investmentvermögen auftreten können.

Doch auch jenseits der Vergütungen wurden in der Vergangenheit eigene und fremde Interessen in Emissionshäusern nicht immer sauber getrennt. Aus diesem Grund hat eine Kapitalgesellschaft heute alle angemessenen Maßnahmen zu treffen, um Interessenkonflikte zu ermitteln, die im Zusammenhang mit der Verwaltung von Investmentvermögen auftreten können. Und hierbei hat der Gesetzgeber gleich ein ganzes Bündel möglicher Interessenkonflikte im Blick, nämlich Interessenkonflikte zwischen

a) der KVG sowie ihren Führungskräften, Mitarbeitern oder jeder anderen Person, die über ein Kontrollverhältnis direkt oder indirekt mit der KVG verbunden ist, und dem von ihr verwalteten AIF oder den Anlegern dieses AIF,

b) dem AIF oder den Anlegern dieses AIF und einem anderen AIF oder den Anlegern jenes AIF,

c) dem AIF oder den Anlegern dieses AIF und einem anderen Kunden der KVG,

d) zwei Kunden der KVG.

In all diesen Verhältnissen gilt seit dem KAGB: **null Toleranz**. Und so ist die KVG verpflichtet, wirksame Vorkehrungen zu treffen, um Interessenkonflikte zum Nachteil der Interessen des AIF und seiner Anleger zu vermeiden.

In all diesen Verhältnissen gilt seit dem KAGB: null Toleranz.

Im Unternehmenshandbuch sind daher organisatorische und administrative Maßnahmen zur Ermittlung, Vorbeugung, Beilegung und Beobachtung von Interessenkonflikten vorzusehen und im täglichen Geschäftsablauf umzusetzen. Betriebsabläufe der KVG sind so zu organisieren, dass Aufgaben und Verantwortungsbereiche getrennt werden, die zu Interessenkonflikten führen können. Besteht dennoch das Risiko einer Beeinträchtigung von Anlegerinteressen, hat die KVG Anleger, bevor sie in ihrem Auftrag Geschäfte tätigt, darüber zu informieren. Mit anderen Worten: **volle Transparenz.**

Besteht dennoch das Risiko einer Beeinträchtigung von Anlegerinteressen, hat die KVG Anleger, bevor sie in ihrem Auftrag Geschäfte tätigt, darüber zu informieren. Mit anderen Worten: volle Transparenz.

1.2.5 Compliance

Um sicherzustellen, dass all diese Anforderungen auch tatsächlich umgesetzt werden, hat jede KVG eine dauerhafte und wirksame Compliance Funktion einzurichten. Dies bedeutet konkret, dass sie angemessene Grundsätze aufstellen, Mittel vorhalten und Verfahren einrichten muss, die sicherstellen, dass alle Fälle aufgedeckt werden, in denen Pflichten der KVG verletzt werden. Und zwar nicht erst (anlassbezogen), wenn das Kind in den Brunnen gefallen ist, sondern regelmäßig.

Hierbei können die konkreten Maßnahmen und Verfahren in Relation zu Art und Umfang der Geschäfte der KVG durchgeführt werden. Wie wichtig dem Gesetzgeber diese Kontrolle aber ist, lässt sich daran erkennen, dass er die Benennung eines hinreichend qualifizierten Compliance-Beauftragten (sowie eines Vertreters) unabhängig von der Größe oder dem Umfang der Geschäfte der KVG vorschreibt. Damit wird sichergestellt, dass **kleine Fondsanbieter** nicht mehr „unterhalb des Radars" agieren können, sondern auch dort eine vollständige Fehlertransparenz vorgeschrieben ist.

Damit wird sichergestellt, dass kleine Fondsanbieter nicht mehr „unterhalb des Radars" agieren können, sondern auch dort eine vollständige Fehlertransparenz vorgeschrieben ist.

1.2.6 Interne Revision

Als nächste Abteilung auf unserer virtuellen KVG-Besichtigung finden wir gleich eine weitere Kontrollinstanz: Denn nach § 28 Abs. 4 KAGB haben KVGen grundsätzlich eine von den übrigen Funktionen und Tätigkeiten der KVG getrennte und unabhängige Innenrevision einzurichten.

Diese Interne Revision ist ebenfalls Teil der Kontrollverfahren einer KVG und soll gewährleisten, dass das Vermögen der von der KVG verwalteten AIF in Übereinstimmung mit den Regelungen des Investmentvermögens selbst, also den Anlagebedingungen sowie den jeweils geltenden rechtlichen Bestimmungen angelegt wird.

Diese Interne Revision ist ebenfalls Teil der Kontrollverfahren einer KVG und soll gewährleisten, dass das Vermögen der von der KVG verwalteten AIF in Übereinstimmung mit den Regelungen des Investmentvermögens selbst, also den Anlagebedingungen sowie den jeweils geltenden rechtlichen Bestimmungen angelegt wird.

Die in der Internen Revision beschäftigten Mitarbeiter dürfen grundsätzlich nicht mit revisions-fremden Aufgaben betraut werden. Umgekehrt dürfen Mitarbeiter, die in anderen Bereichen der KVG beschäftigt sind, keine Aufgaben der Internen Revision wahrnehmen. Im Sinne unserer virtuellen KVG-Besichtigung sitzen die Mitarbeiter der Internen Revision also „auf einem anderen Flur" als die Kollegen von Konzeption, Prospektierung und Portfoliomanagement.

Nur bei einer KVG, bei der die Einrichtung einer getrennten Revisionseinheit mit Blick auf Art und Umfang ihrer Geschäfte unverhältnismäßig ist, kann die Aufgabe auch von einem Geschäftsleiter erfüllt werden. Entscheidend ist jedoch auch hier, dass die **Interne Revision** ihre Aufgaben **selbstständig** und **unabhängig** wahrnimmt. Insbesondere darf sie bei der Berichterstattung und der Wertung der Prüfungsergebnisse keinen Weisungen unterworfen sein.

Womit beschäftigen sich die Mitarbeiter der Internen Revision?

Zunächst erstellen sie einen Prüfungsplan, der jährlich fortgeschrieben und regelmäßig zu überprüfen ist. Darin wird festgelegt, wie die Angemessenheit und Wirksamkeit der Systeme, internen Kontrollen und Vorkehrungen der KVG zu prüfen und zu bewerten ist. Die Umsetzung des Prüfungsplanes, also die konkreten Prüfungen durch die Interne Revision, beziehen sich dann grundsätzlich auf alle Aktivitäten und Prozesse der KVG, unabhängig davon, ob diese ausgelagert sind oder nicht. Alle Aktivitäten und Prozesse der KVG sind in angemessenen Abständen grundsätzlich innerhalb von drei Jahren zu prüfen. Arbeitsprozesse, bei denen besondere Risiken bestehen, sind jährlich Gegenstand der Internen Revision. Über jede Prüfung ist zeitnah - bei schwerwiegenden Mängeln umgehend - ein **schriftlicher Bericht** anzufertigen und den fachlich zuständigen Mitgliedern der Geschäftsleitung vorzulegen.

Über jede Prüfung ist zeitnah - bei schwerwiegenden Mängeln umgehend - ein schriftlicher Bericht anzufertigen und den fachlich zuständigen Mitgliedern der Geschäftsleitung vorzulegen.

Auf Grundlage der Prüfungsergebnisse gibt die Interne Revision zudem Empfehlungen ab, auf deren Basis die Entscheidungsträger der KVG Maßnahmen festlegen und deren Umsetzung auf ihre Effizienz überprüfen. Auch hier gilt also: Wenn Fehler vorkommen, sollen diese abgestellt werden, bevor sich daraus Nachteile für den Anleger ergeben.

1.3 Übertragung von Aufgaben auf Dritte möglich?

Kann eine KVG ihre Aufgaben und Pflichten auf außenstehende Dienstleister übertragen und im Falle des Falles dann mit dem Finger auf andere zeigen? Ersteres ja, letzteres nein.

Teile ihrer Aufgaben kann die KVG auf andere Unternehmen (Auslagerungsunternehmen) auslagern, allerdings nur in einem Umfang, der sie selbst nicht zu einer leeren Briefkastenfirma werden lässt. Aber auch für derartige Auslagerungen gibt das KAGB wieder zahlreiche Regelungen vor, die zu beachten sind.

Der Grundsatz lautet: Die gesamte Auslagerungsstruktur muss anhand von objektiven Gründen zu rechtfertigen sein und jede Auslagerung ist der BaFin anzuzeigen, bevor die Auslagerungsvereinbarung in Kraft tritt.

Von den Kernkompetenzen einer KVG – dem Risikomanagement und der Portfolioverwaltung – darf nur eine der beiden Tätigkeiten ausgelagert werden.

Von den Kernkompetenzen einer KVG – dem Risikomanagement und der Portfolioverwaltung – darf nur eine der beiden Tätigkeiten ausgelagert werden. Und mit diesen Tätigkeiten dürfen nur Unternehmen beauftragt werden, die für die Zwecke der Vermögensverwaltung oder Finanzportfolioverwaltung zugelassen oder registriert sind und einer Aufsicht unterliegen.

Bei der Auswahl eines Auslagerungsunternehmens wird zudem große Sorgfalt von der KVG erwartet. So hat die KVG zu prüfen, ob das Auslagerungsunternehmen über **ausreichende Ressourcen** für die Ausführung der ihm übertragenen Aufgaben verfügt. Personen, die die Geschäfte des Auslagerungsunternehmens tatsächlich leiten, müssen zuverlässig sein und über ausreichende Erfahrung verfügen. Darüber hinaus muss die KVG gegenüber der BaFin darlegen können, dass das Auslagerungsunternehmen

a) unter Berücksichtigung der ihm übertragenen Aufgaben über die erforderliche Qualifikation verfügt,

b) in der Lage ist, die übernommenen Aufgaben ordnungsgemäß wahrzunehmen und

c) sorgfältig ausgewählt wurde.

Eine Auslagerung des Risikomanagements oder der Portfolioverwaltung auf die **Verwahrstelle** ist untersagt, da sonst der Kontrolleur zum Akteur würde. Dies gilt in gleicher Weise für andere Unternehmen, bei denen möglicherweise Interessenkonflikte bestehen oder nicht ausgeschlossen werden können.

Auch wenn eine Tätigkeit auf Drittunternehmen ausgelagert wurde, bleibt die KVG für die Ausführung der Tätigkeiten gegenüber dem AIF und seinen Anleger verantwortlich. Um dieser Verantwortung gerecht werden zu können, verpflichtet der Gesetzgeber die KVG, die vom Auslagerungsunternehmen erbrachten Dienstleistungen fortwährend zu überprüfen. Hierfür muss sich die KVG in allen Auslagerungsverträgen die erforderlichen Weisungsbefugnisse, Einsichts- Kontroll- und Kündigungsrechte vertraglich sichern.

Und last but not least macht es das KAGB unmöglich, Aufgaben im Verborgenen auszulagern: Im Verkaufsprospekt hat die KVG sämtliche Aufgaben aufzulisten, die sie ausgelagert hat.

Als Zwischenergebnis lässt sich also festhalten:

Seit der Einführung des KAGB können AIF, also die Nachfolger der Geschlossenen Fonds, nur von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGen) verwaltet werden. An die Qualifikation der handelnden Personen und die innere Organisation der KVG werden hohe Anforderungen gestellt. Umfassende interne Kontrollmechanismen sorgen dafür, dass die gesetzlichen Anforderungen auch tatsächlich umgesetzt werden. Dies ist auch bei der Übertragung von Aufgaben auf Dritte sicherzustellen.

Und last but not least macht es das KAGB unmöglich, Aufgaben im Verborgenen auszulagern: Im Verkaufsprospekt hat die KVG sämtliche Aufgaben aufzulisten, die sie ausgelagert hat.

Seit der Einführung des KAGB können AIF, also die Nachfolger der Geschlossenen Fonds, nur von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGen) verwaltet werden.

2. Ist das Produkt „AIF“ mit der Einführung des KAGB besser geworden, weil externe Kontrolleure obligatorisch sind?

Autor: Volkhard Neumann

Nach unserer virtuellen Betriebsbesichtigung durch das Innenleben der neuen KAGB-KVGen wollen wir uns im zweiten Teil mit den Instanzen befassen, die das KAGB als zusätzliche externe Beobachter vorsieht: Dem Abschlussprüfer und der BaFin einerseits, der Verwahrstelle und externen Bewertern andererseits.

2.1 Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

„Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der auf Grund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind.“

„Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der auf Grund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind.“

So gibt es § 5 Abs. 5 KAGB vor und stattet die BaFin im Folgenden mit einer Vielzahl von Befugnissen aus, diese Aufgabe effizient umzusetzen, eine Auflistung ihrer Befugnisse würde den Rahmen dieses Beitrages sprengen. Wie bereits beschrieben, stellt die BaFin mit der Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen im ersten Schrift sicher, dass eine KVG für Publikumsfonds überhaupt nur dann tätig werden darf, wenn sie über eine entsprechende Zulassung verfügt. Eine bloße Registrierung der KVG (als eine Art Zulassung „light“) ist nur dann ausreichend, wenn die KVG ausschließlich und in bestimmten Grenzen Spezialfonds verwaltet. Ist die KVG dann zugelassen, unterliegt sie der permanenten Aufsicht der BaFin. Doch hier drängt sich die Frage auf, wie die BaFin zum Zwecke dieser Kontrolle überhaupt Einblick in die KVGen erhält?

Meldepflichten

Für volle Transparenz sorgt hier ein ganzes Arsenal von Meldepflichten...

Für volle Transparenz sorgt hier ein ganzes **Arsenal von Meldepflichten**, das KVGen verpflichtet, laufend eine Vielzahl von Parametern der eigenen KVG-Organisation sowie der verwalteten Fonds an die BaFin zu übermitteln. Diese wertet die BaFin aus und entscheidet auf dieser Grundlage, ob und wenn ja welche Maßnahmen (Sonderprüfungen, Auflagen, sonstige Verfügungen) zu ergreifen sind.

Abschlussprüfer

Weitere Informationsquellen für die BaFin sind die vorzulegenden Berichte der Internen Revision (siehe oben) und der Prüfer im Rahmen der Jahresabschlussprüfungen. Gegenstand der Jahresabschlussprüfungen sind zunächst der Jahresabschluss der KVG sowie deren Lagebericht. Im Rahmen der Prüfung sind nicht nur die wirtschaftlichen Verhältnisses der KVG, also Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung zu prüfen, sondern wiederum das Meldewesen, die Berichte des Compliance- und Geldwäsche-Beauftragten sowie der Internen Revision mit einzubeziehen. Unstimmigkeiten im Betriebsablauf sind somit auch dort zu dokumentieren und zu kommentieren.

Auf Ebene des einzelnen AIF erfolgt ebenfalls eine Abschlussprüfung...

Auf Ebene des einzelnen AIF erfolgt ebenfalls eine **Abschlussprüfung**, bei der der Prüfer neben dem reinen Rechenwerk auch die Frage zu beantworten hat, ob die Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages des AIF, des Treuhandvertrages sowie der Anlagebedingungen beachtet wurden. Somit prüft der Abschlussprüfer auch die Zuweisung von Gewinnen, Verlusten, Einnahmen, Ausgaben, Einlagen und Entnahmen zu den einzelnen Kapitalkonten und

bestätigt deren Ordnungsmäßigkeit. Die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses der einzelnen AIF ist wiederum den Anlegern zugänglich zu machen und stellt somit sicher, dass eventuelle Fehler auch von Anlegerseite aufgegriffen werden können.

2.2 Verwahrstelle

Während die Jahresabschlussprüfung denknotwendig eine ex-post-Prüfung sein muss, also die Vergangenheit beurteilt, sieht das KAGB auch auf Ebene der einzelnen AIF eine weitere laufende Kontrollinstanz vor: **Die Verwahrstelle als eine Art Mittelverwendungskontrolleurin** mit erweiterten Rechten und Pflichten.

Schon bei Geschlossenen Fonds alter Schule war zwar oftmals eine Mittelverwendungskontrolle vorgesehen, diese beschränkte sich mit ganz wenigen Ausnahmen aber auf die Investitionsphase. War diese abgeschlossen, fand eine Kontrolle nicht mehr statt.

Ganz anders sehen die Aufgaben und Befugnisse der Verwahrstelle aus: Sie hat die laufende Tätigkeit der KVG in Bezug auf die von ihr verwahrten Investmentvermögen zu begleiten und zu kontrollieren. Dabei prüft sie fortlaufend bei Ausführung der einzelnen Tätigkeiten der KVG, ob diese mit den Regelungen des KAGB sowie mit den vertraglichen Grundlagen des jeweiligen Investmentvermögens vereinbar sind, um Bestand der Vermögensgegenstände so vor Verlust zu sichern. Sollten Verfehlungen auftreten, ist die Verwahrstelle verpflichtet, diesen nachzugehen und Ansprüche gegenüber der KVG durchzusetzen. In der Praxis hat sich eine enge Zusammenarbeit zwischen AIF, KVG und Verwahrstelle herausgebildet, die von Beginn an eine zutreffende Entscheidung gewährleisten soll.

Ganz anders sehen die Aufgaben und Befugnisse der Verwahrstelle aus: Sie hat die laufende Tätigkeit der KVG in Bezug auf die von ihr verwahrten Investmentvermögen zu begleiten und zu kontrollieren.

Auch an die Verwahrstelle werden hohe Anforderungen gestellt: So kann als Verwahrstelle nur ein Kreditinstitut, ein Finanzdienstleistungsinstitut mit der Erlaubnis zur Erbringung des eingeschränkten Verwahrgeschäfts oder für bestimmte geschlossene AIF ein Treuhänder bestellt werden. Zumindest ein Geschäftsleiter des Instituts oder des Treuhänders, das/der als Verwahrstelle bestellt werden soll, muss über die hierfür erforderliche Erfahrung verfügen, die der BaFin vorab nachzuweisen ist. Die Auswahl und jeder spätere Wechsel einer Verwahrstelle bedarf der Genehmigung durch die BaFin, so dass die Qualitätsanforderungen und die erforderliche Unabhängigkeit gegenüber der KVG gewährleistet sind.

2.3 Externe Bewerter

Bei all den neuen Regulierungen zum Schutz der Anleger mag man fast vergessen, um was es eigentlich geht: Um gute Ergebnisse erzielen zu können, bedarf es **werthaltiger Anlageobjekte**. Gerade an dieser Stelle lief in der Vergangenheit vieles schief. Anleger von Schiffsbeteiligungen können ein Lied davon singen.

Um gute Ergebnisse erzielen zu können, bedarf es werthaltiger Anlageobjekte.

Wie reagiert das KAGB auf dieses Problem? Es schreibt eine obligatorische Bewertung der Vermögensgegenstände mindestens einmal jährlich vor, zudem natürlich beim An- und Verkauf. Die Bewertung der Vermögensgegenstände kann durch einen externen Bewerter oder von der KVG selbst vorgenommen werden. In beiden Fällen sieht das KAGB diverse Qualitätsanforderungen an die Bewerter vor: So darf als externer Bewerter nur derjenige bestellt werden, der unabhängig von der KVG ist, einer gesetzlich anerkannten obligatorischen berufsmäßigen Registrierung oder Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Re-

geln unterliegt und ausreichende berufliche Garantien vorweisen kann, um die Bewertungsfunktion wirksam ausüben zu können. Ferner haftet der Bewerter gegenüber der KVG für jegliche Verluste der KVG, die sich auf fahrlässige oder vorsätzliche Nichterfüllung seiner Aufgaben zurückführen lassen.

Entscheidet sich die KVG dafür, die Bewertung selbst vorzunehmen, so muss die Bewertungsaufgabe von der **Portfolioverwaltung** funktional **unabhängig** sein. Zudem hat die KVG insbesondere durch ihre Vergütungspolitik sicherzustellen, dass Interessenkonflikte gemindert und ein unzulässiger Einfluss auf die Mitarbeiter verhindert werden. Ferner kann die BaFin verlangen, dass die Bewertungen der KVG sowie das Bewertungsverfahren selbst durch den Abschlussprüfer im Rahmen der Jahresabschlussprüfung des AIF zu überprüfen sind.

Wie immer sich die KVG entscheidet, sie bleibt auch dann für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögensgegenstände verantwortlich, wenn sie einen externen Bewerter bestellt hat.

Wie immer sich die KVG entscheidet, sie bleibt auch dann für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögensgegenstände verantwortlich, wenn sie einen externen Bewerter bestellt hat. Dass die Auswahl des Bewerters in diesem Fall nach objektiven Kriterien und nach bestem Wissen und Gewissen erfolgt, liegt auf der Hand.

Als weiteres Zwischenergebnis lässt sich also festhalten:

Das KAGB hat neben den internen Verbesserungen der Organisation von Fondsverwaltern auch **effektive Kontrollmechanismen** implementiert, die die Umsetzung der Qualitätsmaßnahmen sicherstellen können.

Im Ergebnis gibt es keine Zweifel: Die Hürden sind mit dem KAGB für alle Beteiligten höher geworden, für Konzeptionäre, Fondsverwalter und den Vertrieb. Damit verbunden hat aber auch ein hohes Maß an Sicherheit für den Anleger Einzug gehalten, für die risikoscheuen ebenso wie für die risikofreudigen unter ihnen. Wer in der Vergangenheit auch mal auf ungewöhnliche Produktideen setzte, findet heute eher Einerlei. Das dafür aber um einiges sicherer als vorher.

3. Prospekthaftung und Beraterhaftung – Was gilt weiterhin?

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

Durch die umfassende Regulierung der Fondsbranche sind verschiedene gesetzliche Haftungstatbestände eingeführt worden. Daneben bestehen aber immer noch die von den Gerichten seit den siebziger Jahren entwickelten Haftungsgrundsätze für Geschlossene Fonds fort. Diese hatten die Gerichte entwickelt, da damals noch keine spezialgesetzliche Haftung für Geschlossene Fonds existierte. Der Artikel beschreibt die einschlägigen gesetzlichen Haftungstatbestände und stellt die Frage, ob daneben noch Bedarf für die von den Gerichten entwickelten Haftungstatbestände besteht.

3. Prospekthaftung und Beraterhaftung – Was gilt weiterhin?

Autor: Dr. Oliver Zander

3.1 Überblick

Bei den Haftungsgrundlagen ist zwischen der gesetzlichen Prospekthaftung (siehe 3.3), der Prospekthaftung im engeren Sinne (siehe 3.4), der Prospekthaftung im weiteren Sinne (siehe 3.5) und der Haftung der Berater auf der Grundlage eines konkludent geschlossenen Beratungsvertrages (siehe 3.6) zu unterscheiden.

Die **gesetzliche Prospekthaftung** ergibt sich im Bereich der Fonds heute aus § 306 KAGB. Soweit § 306 KAGB anwendbar ist, verdrängt diese Haftung die Prospekthaftung im engeren Sinne. Soweit allerdings § 306 KAGB nicht anwendbar ist, gilt die Prospekthaftung im engeren Sinne subsidiär weiter. Die **Prospekthaftung im engeren Sinne** hat die Rechtsprechung im Wege richterlicher Rechtsfortbildung Ende der siebziger Jahre insbesondere anhand der damals gängigen Bauherrenmodelle entwickelt.

Die Prospekthaftung im engeren Sinne hat die Rechtsprechung im Wege richterlicher Rechtsfortbildung Ende der siebziger Jahre insbesondere anhand der damals gängigen Bauherrenmodelle entwickelt.

Der Kreis der Haftungsadressaten ist bei Fonds groß. Neben dem Initiator, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und deren Management und der Depotbank, kommen bei Fondsgesellschaften nach wie vor die Gründungsgesellschafter, ein etwaig vorhandener Treuhänder, die sogenannten Hintermänner und die Personen als Haftungsadressaten in Betracht, die im Prospekt oder auf sonstige Weise ein besonderes persönliches Vertrauen für sich in Bezug auf den Fonds in Anspruch genommen haben. Diese können im Rahmen der **Prospekthaftung im engeren Sinne** in Anspruch genommen werden. Dies sind insbesondere auch Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Es kann sich aber auch um einen bekannten Politiker handeln, der etwa im Prospekt einen Fonds empfiehlt.

Von besonderer Bedeutung ist nach wie vor die **Haftung der Vertriebe,** da diese in direktem Kontakt zu den Anlegern Anteile an AIF bewerben. Da diese Vertriebe in aller Regel auf der Seite der Initiatoren der AIF stehen, arbeitet die Rechtsprechung dort mit der Figur eines konkludent zwischen Anleger und Vertriebsgesellschaft geschlossenen **Auskunfts- oder Beratungsvertrages**, der als Haftungsgrundlage dient. Dies gilt gleichermaßen für Banken und freie Vertriebe.

Von besonderer Bedeutung ist nach wie vor die Haftung der Vertriebe.

Daneben bestehen die Haftungstatbestände des allgemeinen Deliktsrechts (vergleiche zum Nachfolgenden ausführlich Zander in „Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht“, § 64).

3.2 Was gilt weiterhin?

Nach Ansicht des BGH verdrängt die gesetzlich normierte Prospekthaftung die vom BGH in den 70er Jahren entwickelte Prospekthaftung im engeren Sinne, soweit die gesetzlich normierte Prospekthaftung anwendbar ist. Diese Rechtsprechung hat zur Folge, dass es weiterhin Konstellationen gibt, in denen die Prospekthaftung im engeren Sinne anwendbar bleibt. Dies ist etwa bei der **Haftung der** sogenannten **Hintermänner** der Fall, die von § 306 KAGB jedenfalls vom Wortlaut her nicht erfasst werden. Bei der Prüfung der Ansprüche eines geschädigten Anlegers hat der Anlegerschutzanwalt daher jedenfalls auf den ersten Blick ein umfangreiches Arsenal an möglichen Haftungsgrundlagen zur Verfügung.

3.3 Die gesetzliche Prospekthaftung (§ 306 KAGB)

Die gesetzliche Prospekthaftung ist umfassend in § 306 KAGB geregelt.

Haftungsgrundlagen

Das KAGB erfordert für das öffentliche Angebot von Anteilen an einem Investmentvermögen jedenfalls für Publikumsfonds die **Veröffentlichung eines Prospekts** (§ 268 KAGB). Soweit in dem Prospekt Angaben unrichtig oder unvollständig sind, die für die Beurteilung der Anteile für den Anleger von wesentlicher Bedeutung sind, kann der Käufer von der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder von denjenigen, die für den Verkaufsprospekt die Verantwortung übernommen haben (Prospektverantwortliche) oder denjenigen, von denen der Erlass des Verkaufsprospekts ausgeht (Prospektveranlasser), die Übernahme der Anteile gegen Erstattung des von ihm gezahlten Betrages verlangen. Wenn der Anleger erst zu einem Zeitpunkt von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit erfährt, zu dem er die Anteile bereits veräußert hat, kann er die Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufspreis erstattet verlangen.

Das KAGB erfordert für das öffentliche Angebot von Anteilen an einem Investmentvermögen jedenfalls für Publikumsfonds die Veröffentlichung eines Prospekts (§ 268 KAGB).

Darüber hinaus besteht auch eine Prospekthaftung der gewerbsmäßigen Vermittler. Wer Fondsanteile im eigenen Namen verkauft, haftet wie die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst. Wer Fondsanteile im fremden Namen (etwa für die Kapitalverwaltungsgesellschaft) verkauft, haftet nur dann, wenn er die **Unrichtigkeit** oder Unvollständigkeit des Prospekts kannte (§ 306 Abs. 4 KAGB).

Verkaufsprospekt

Die Haftung für fehlerhafte Prospekte nach dem KAGB erfasst Prospekte über Fonds, die im Inland öffentlich angeboten werden. Das KAGB definiert den Begriff Verkaufsprospekt nicht. Für das VermAnlG hat sich eine Begriffsbestimmung herausgebildet. Danach ist ein Verkaufsprospekt ausschließlich das als solches gekennzeichnete, vom Anbieter einer Vermögensanlage ausgestellte Schriftstück, das nach dessen Willen zur Erfüllung der im VermAnlG enthaltenen Pflichten erstellt wird und die **Anlageinteressenten** umfassend über die angebotene Beteiligung unterrichten soll. In Anlehnung an diese Definition kann für das KAGB ein Verkaufsprospekt als das Schriftstück bezeichnet werden, das vom Anbieter mit dem Ziel erstellt wurde, die im KAGB enthaltenen Pflichten zu erfüllen und die Anlageinteressenten umfassend über die angebotene Anlage zu unterrichten.

Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts

Ein Verkaufsprospekt muss alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um den potenziellen Anlegern eine zutreffende Beurteilung der Vermögensanlage zu ermöglichen. Das KAGB verlangt, dass der **Verkaufsprospekt** all die Angaben enthält, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden können (§§ 269 Abs. 1, 165 Abs. 1 KAGB). Sind solche Angaben unrichtig oder unvollständig, kommt eine Haftung nach der gesetzlichen Prospekthaftung in Betracht.

Ein Verkaufsprospekt muss alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um den potenziellen Anlegern eine zutreffende Beurteilung der Vermögensanlage zu ermöglichen.

Der BGH hat im Zusammenhang mit der Prospekthaftung im engeren Sinne eine umfangreiche Kasuistik zu unrichtigen oder unvollständigen Angaben in Verkaufsprospekten entwickelt. Diese Kasuistik wird man zur Konkretisierung der gesetzlichen Prospekthaftungsansprüche im Wesentlichen entsprechend heranziehen können. Aufzuklären ist insbesondere über die wesentlichen Umstände der angebotenen Investition, kapitalmäßige und personelle Verflechtungen, wesentliche Risiken einschließlich eines etwaig

gegebenen Totalverlustrisikos sowie die eingeschränkte Fungibilität der Beteiligung.

Die Entscheidung des Anlegers, sich am Fonds zu beteiligen, muss auf den Prospektaussagen beruhen.

Die Entscheidung des Anlegers, sich am Fonds zu beteiligen, muss auf den **Prospektaussagen** beruhen. Dies ist vom Anleger nachzuweisen. Das Gesetz sieht keine Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers vor. Eine Prospekthaftung scheidet aus, wenn der Prospekthaftende nachweist, dass er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben im Prospekt nicht gekannt hat und seine Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht (§ 306 Abs. 3 KAGB).

Rechtsfolgen

Rechtsfolge der gesetzlichen Prospekthaftung ist die Übernahme der Anteile gegen Erstattung des vom Anleger gezahlten Betrags. Problematisch erscheint, dass eine interne Kapitalverwaltungsgesellschaft eines in der Form der Investmentkommanditgesellschaft organisierten Publikums-AIF dem nicht ohne weiteres nachkommen kann. Denn eine Kommanditgesellschaft kann den zurück zu übertragenden Kommanditanteil nicht übernehmen, weil das Personengesellschaftsrecht die Existenz eigener Anteile nicht kennt. Teilweise wird daher ein Recht zur **„Austrittskündigung“** des durch den fehlerhaften Prospekt irregeführten Kommanditisten angenommen.

Wesentliche Anlegerinformationen

Zu beachten ist, dass sich die gesetzliche Prospekthaftung auch auf die wesentlichen Anlegerinformationen, die der Initiator eines Publikumsfonds neben dem Prospekt entwerfen und jedem Anleger aushändigen muss, bezieht.

Zu beachten ist, dass sich die gesetzliche Prospekthaftung auch auf die wesentlichen Anlegerinformationen, die der Initiator eines Publikumsfonds neben dem Prospekt entwerfen und jedem Anleger aushändigen muss, bezieht (§ 306 Abs. 2 KAGB). Da diese wesentlichen Anlegerinformationen sehr viel kürzer als der Verkaufsprospekt sind, werden sich leichter Haftungsfragen ergeben als beim eigentlichen Verkaufsprospekt.

3.4 Die Prospekthaftung im engeren Sinne

Soweit die gesetzliche Prospekthaftung nicht anwendbar ist, kann nach wie vor auf die Prospekthaftung im engeren Sinne zurückgegriffen werden.

Anwendungsbereich

Die Rechtsprechung entwickelte das Institut der Prospekthaftung im engeren Sinne (auch „bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung“ genannt) in den siebziger Jahren. Mithilfe dieses Instituts sollte für die Anleger auf dem grauen Kapitalmarkt eine Möglichkeit zum Schutz vor Nachteilen aus der Verwendung unrichtiger oder unvollständiger Beteiligungsprospekte geschaffen werden. In diesem Bereich bestand bis zum Jahr 2005 keine Prospektpflicht, da gesetzliche Regelungen wie das Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) aus dem Jahr 1991 nicht auf Beteiligungen an Personengesellschaften oder Geschlossenen Fonds anwendbar waren. Es gab damit im Hinblick auf den Schutz der Anleger Geschlossener Fonds eine **Gesetzeslücke,** die der BGH mit seiner Rechtsprechung zur Prospekthaftung im engeren Sinne ausgefüllt hat. Nach Einführung der gesetzlichen Prospekthaftung für Fonds - heute in Form des § 306 KAGB - ist es in der Rechtswissenschaft umstritten, ob die richterrechtlich entwickelte Prospekthaftung im engeren Sinne überhaupt noch gültig ist. Man könnte heute argumentieren, dass die damals bestehende Gesetzeslücke nun rechtlich geschlossen ist, so dass kein Raum mehr für ein richterrechtlich geschaffenes Institut bleibt.

... ist es in der Rechtswissenschaft umstritten, ob die richterrechtlich entwickelte Prospekthaftung im engeren Sinne überhaupt noch gültig ist.

Nach der derzeit in der Rechtswissenschaft wohl herrschenden Meinung ist die Prospekthaftung im engeren Sinne immer noch dann

anwendbar, wenn die gesetzliche Prospekthaftung nicht greift. Dies erscheint insbesondere für die Ausfüllung von Haftungslücken gerechtfertigt. Für diese Meinung spricht insbesondere auch § 306 Abs. 6 Satz 2 KAGB, wonach weitergehende Ansprüche, die sich aus den Vorschriften des bürgerlichen Rechts aufgrund von Verträgen oder **unerlaubten Handlungen** ergeben, unberührt bleiben. Ferner besteht die Prospekthaftung im engeren Sinne für Altfälle fort. Zu diesen Altfällen zählen insbesondere Geschlossene Fonds, die vor dem 1. Juli 2005 vertrieben wurden. Auch für Prospekte, die nicht vom Anwendungsbereich der gesetzlichen Regelungen erfasst werden, gelten die Grundsätze der Prospekthaftung im engeren Sinn weiterhin.

Haftungstatbestände

Die Prospekthaftung im engeren Sinne betrifft die Haftung solcher Personen, die durch ihren besonderen Einfluss in der Anlagegesellschaft oder aufgrund ihrer Eigenschaft als berufsmäßige Sachkenner oder durch ihr in Erscheinung getretenes Mitwirken an der Erstellung eines Prospekts einen Vertrauenstatbestand geschaffen haben. Ein **persönlicher Kontakt** zwischen diesen Personen und dem jeweiligen Anleger ist nicht erforderlich. Es reicht ein sogenanntes typisiertes Vertrauen des Anlegers in den richtigen und vollständigen Prospekt aus. Diese Haftung stützt die Rechtsprechung auf die gesetzlichen Regelungen zur culpa in contrahendo (§§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2 BGB).

Der BGH definiert den Begriff „Prospekt" für die Prospekthaftung im engeren Sinne als jede marktbezogene schriftliche Erklärung, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben enthält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt und tatsächlich oder zumindest nach dem von ihr vermittelten Eindruck den Anspruch erhebt, das Publikum **umfassend** über die Anlage zu **informieren**. Auch vom eigentlichen Prospekt getrennte Schriftstücke, die zusammen mit diesem vertrieben werden, können bei der gebotenen Gesamtbetrachtung Bestandteil eines Anlageprospekts im Rechtssinne sein.

Der BGH definiert den Begriff „Prospekt" für die Prospekthaftung im engeren Sinne als jede marktbezogene schriftliche Erklärung, die für die Beurteilung der angebotenen Anlage erhebliche Angaben enthält oder den Anschein eines solchen Inhalts erweckt.

Wie die gesetzliche Prospekthaftung setzt auch die Prospekthaftung im engeren Sinne die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit wesentlicher Prospektangaben voraus. Der Beteiligungsprospekt muss die Anleger über alle Umstände, die für eine Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, insbesondere über damit verbundene Risiken, zutreffend, verständlich und vollständig aufklären (BGH WM 2012, 115). Insoweit kann auf die oben in Bezug genommene Rechtsprechung zur **gesetzlichen Prospekthaftung** verwiesen werden. Im Rahmen der Prospekthaftung im engeren Sinne muss derjenige, der ein besonderes Vertrauen in Anspruch nimmt, jede Fahrlässigkeit vertreten. Er haftet auch für ein Fehlverhalten der von ihm eingeschalteten dritten Personen (sogenannte Erfüllungsgehilfen, § 278 BGB).

Haftungsadressaten

Anspruchsgegner der Prospekthaftung im engeren Sinne können neben den Gründern, Gestaltern und Initiatoren der Fondsgesellschaft auch Garanten und berufliche Sachkenner (insbesondere Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte) sowie sogenannte Hintermänner sein (BGH ZIP 2008, 838). „Hintermänner" sind solche Personen, die hinter der Gesellschaft stehen und ähnlich wie die Geschäftsleitung des Fonds besonderen Einfluss auf die Gestaltung des Fonds sowie die wesentlichen Geschäftsentscheidungen der Fondsgesellschaft ausüben und ein eigenes wirtschaftliches Interesse an dem Fonds haben (BGH WM 2012, 19).

Die Anlageentscheidung des Geschädigten muss auf der jeweiligen Prospektaussage des Verantwortlichen beruhen.

Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens

Die Anlageentscheidung des Geschädigten muss auf der jeweiligen Prospektaussage des Verantwortlichen beruhen. Dies wird zugunsten des Anlegers widerleglich vermutet (sogenannte Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens: hätte der Anleger Kenntnis von den wahren Umständen gehabt, hätte er den Fondsanteil nicht gezeichnet). Um eine Haftung zu vermeiden, muss der **Verantwortliche** daher **beweisen**, dass der Anleger sich auch bei Kenntnis des nicht (richtig) angegebenen Umstands an dem Geschlossenen Fonds beteiligt hätte. Dies hat die Rechtsprechung gelegentlich dann anerkannt, wenn das Motiv für die Beteiligung am Fonds in erster Linie die damit verbundene Steuerersparnis war.

Rechtsfolgen

Art und Höhe des Schadensersatzes richten sich nach den allgemeinen Regeln der §§ 249 ff. BGB. Danach muss **der Anleger** so gestellt werden, wie er stehen würde, wenn er die Anteile nie erworben hätte. Der Anleger erhält daher seine Einlage Zug um Zug gegen Übertragung des Anteils an der Fondsgesellschaft sowie Herausgabe sonstiger Nutzungen (etwa bereits erlangte Ausschüttungen) zurückerstattet.

Mit Hilfe der Prospekthaftung im engeren Sinn haben deutsche Gerichte in den vergangenen Jahrzehnten einer Vielzahl von Anlegern Schadensersatzansprüche zugesprochen.

Bewertung

Mit Hilfe der Prospekthaftung im engeren Sinn haben deutsche Gerichte in den vergangenen Jahrzehnten einer Vielzahl von Anlegern Schadensersatzansprüche zugesprochen. Das Institut hat sich nicht nur in Betrugsfällen, sondern insbesondere bei **nachlässiger Aufklärung** der Anleger in den Prospekten bewährt. Insgesamt hat es dazu geführt, dass die Prospekte der seriösen Anbieter auch vor der Einführung der gesetzlichen Prospektpflicht ein hohes Niveau erreichten und den Anleger umfassend über die jeweils angebotene Anlage informierten.

3.5 Die Prospekthaftung im weiteren Sinne

Die Prospekthaftung im weiteren Sinne betrifft die Haftung derjenigen Personen nach §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2 BGB, die eine dem Anleger gegenüber bestehende Aufklärungspflicht verletzen. In der Praxis erfolgt die Aufklärung und Beratung der Anleger meistens mündlich anhand oder auf der Grundlage des vom Emittenten herausgegebenen Prospekts. Ein **Fehler des Prospekts** setzt sich in aller Regel in einer fehlerhaften Beratung des Anlegers durch den Anlageberater fort. Für diese fehlerhafte Beratung haftet dann der Anlageberater neben dem Emittenten. Er haftet darüber hinaus aber auch für jede andere fehlerhafte Angabe.

Es ist herrschende Meinung in der Rechtswissenschaft, dass die Prospekthaftung im weiteren Sinne durch die Einführung der gesetzlichen Prospekthaftung unberührt geblieben ist und nach wie vor weiterhin gilt. Dies ergibt sich bereits daraus, dass die Haftung nicht an ein „typisiertes" Vertrauen des Anlegers anknüpft, sondern an einen Vertrauenstatbestand, der sich in der konkreten Beratung zwischen dem Anleger und dem Haftungsadressaten ergeben hat. Die Rechtsgrundlage dieser Haftung ist § 311 BGB.

Haftungsadressaten

Der Prospekthaftung im weiteren Sinne unterliegen die Personen, die bei den Vertragsverhandlungen über den Anteilserwerb an einem Geschlossenen Fonds als Vertragspartner, Gründungskommanditisten, Treuhandkommanditisten, Sachwalter oder Verhand-

lungsführer **persönliches Vertrauen** des Anlegers in Anspruch genommen haben und dadurch die Vertragsverhandlungen oder den Vertragsschluss beeinflusst haben (Nobbe, WM 2013, 193). Im Gegensatz zur Prospekthaftung im engeren Sinne muss es daher zu einem tatsächlichen Kontakt zwischen dem Anleger und dem Haftenden gekommen sein.

Haftungstatbestände

Die Haftungstatbestände und die Rechtsfolgen sind die gleichen wie bei der Prospekthaftung im engeren Sinne, so dass auf die Ausführungen (dazu oben) verwiesen werden kann.

Bewertung

Die Prospekthaftung im weiteren Sinne ist nach wie vor das schwerste Geschütz für Anlegerschutzanwälte. Denn wenn ein Fonds in die Insolvenz fällt, ist vom Initiator und den mit ihm verbundenen Personen kaum noch etwas zu holen. Anders ist dies dagegen bei den Banken und freien Vertrieben, die den Fonds am Markt platziert haben. Sie sind in aller Regel immer noch solvent und daher ein geeignetes **Opfer für Anlegerschutzklagen**. Überdies war die Verjährungsfrist von Ansprüchen auf der Grundlage der Prospekthaftung im weiteren Sinne länger als bei der gesetzlichen Prospekthaftung vor Einführung des § 306 KAGB. In aller Regel werden daher in diesen Fällen neben dem Initiator auch alle Vertriebe, Treuhänder und Gründungsgesellschafter gerichtlich in Anspruch genommen.

Die Prospekthaftung im weiteren Sinne ist nach wie vor das schwerste Geschütz für Anlegerschutzanwälte.

3.6 Die Haftung der Anlageberater und -vermittler

Die von einem Fonds mit der Einwerbung des Kapitals beauftragten Personen unterliegen über die vorbeschriebenen Regeln hinaus einer weiteren Haftung. Betroffen sind insbesondere **Banken und freie Vertriebe** von Fondsanteilen, die als Anlagevermittler oder Anlageberater gegenüber dem Anleger tätig werden.

Die von einem Fonds mit der Einwerbung des Kapitals beauftragten Personen unterliegen über die vorbeschriebenen Regeln hinaus einer weiteren Haftung. Betroffen sind insbesondere Banken und freie Vertriebe.

Haftungsgrundlage

Die Rechtsprechung geht davon aus, dass zwischen einem Anlageinteressenten und einem Anlagevermittler oder Anlageberater **stillschweigend** (konkludent) ein **Anlagevermittlungs- oder Anlageberatungsvertrag** geschlossen wird. Ein solcher Vertrag soll immer dann stillschweigend zustande kommen, wenn der offensichtlich aufklärungsbedürftige Anlageinteressent im Zusammenhang mit seiner Entscheidung über eine Beteiligung die Einschätzung eines professionellen Anlagevermittlers oder eines Kreditinstituts beansprucht und der Vermittler oder Berater mit der Erteilung einer Auskunft oder Beratung beginnt (BGH NJW-RR 2005, 1120).

Pflichten des Beraters

Aus diesem konkludent geschlossenen Vertrag folgert die Rechtsprechung eine Reihe von Pflichten des Anlagevermittlers und -beraters, bei deren Verletzung eine Haftung des Vermittlers oder Beraters gegenüber dem Anleger in Betracht kommt. So ist der Anlagevermittler nach Ansicht des BGH zu einer eingeschränkten Plausibilitätsprüfung der Aspekte einer Kapitalanlage verpflichtet, die für die Anlageentscheidung des Anlegers von wesentlicher Bedeutung sind (BGH NJW 2000, 2503). Der Anlagevermittler hat anhand des Verkaufsprospekts insbesondere die wirtschaftliche Tragfähigkeit des Anlagekonzepts zu prüfen. Zu eigenen Nachforschungen ist der Anlagevermittler nur dann verpflichtet, wenn Anhaltspunkte dafür bestehen, dass die Tragfähigkeit des wirtschaftlichen Konzepts zweifelhaft ist oder wenn sich Zweifel an der Richtigkeit und Voll-

ständigkeit der Angaben im Prospekt ergeben. Ansonsten besteht keine weitergehende Nachforschungspflicht des Anlagevermittlers. Ausreichend dürfte es daher sein, wenn dem Anlagevermittler **ein Gutachten** eines nicht am Fondskonzept beteiligten Dritten vorliegt, in dem die Tragfähigkeit des Konzepts und die Wirtschaftlichkeit der Anlage bestätigt werden. Einer Haftung kann sich der Anlagevermittler auch dadurch entziehen, dass er den Anleger ausdrücklich darauf hinweist, dass er keine Plausibilitätsprüfung vorgenommen hat.

Der Anlageberater ist im Gegensatz zum Anlagevermittler zu einer vollen Plausibilitätsprüfung verpflichtet.

Der Anlageberater ist im Gegensatz zum Anlagevermittler zu einer vollen Plausibilitätsprüfung verpflichtet. Der Anlageberater muss die aktuelle Wirtschaftspresse im Hinblick auf das Anlageobjekt auswerten. Zur aktuellen Wirtschaftspresse gehören derzeit die FAZ, das Handelsblatt und die Börsenzeitung (BGH NJW 2012, 380). Dem Anlageberater vorliegenden Informationen, die Zweifel an der Seriosität oder der Bonität des Anbieters der Kapitalanlage oder von für die Anlage wesentlichen Personen **(„Schlüsselpersonen")** aufkommen lassen, muss der Anlageberater nachgehen. Eine Haftung des Anlageberaters kommt insbesondere dann in Betracht, wenn Auskünfte erteilt werden, die für den Empfänger erkennbar von erheblicher Bedeutung sind (BGH WM 2000, 426). Nach dem BGH hängen Inhalt und Umfang der Beratungspflicht sowohl von der Person des Anlegers, insbesondere von dessen Erfahrungen mit einschlägigen Anlageformen, Fachwissen über Fonds, dem verfolgten Anlageziel und von dem jeweiligen Anlageobjekt ab. Der Anlageberater - im Gegensatz zum Anlagevermittler - muss daher gezielt nach den **Erfahrungen des Anlegers** mit Anlagen der angebotenen Art, nach den Vermögens- und Einkommensverhältnissen des Anlegers und seinen Anlagezielen fragen. Insbesondere an diesen Parametern hat sich eine anleger- und anlagegerechte Beratung im Einzelfall auszurichten (grundlegend dazu BGH WM 1993, 1455 (Bond-Urteil)).

Diese Rechtsprechung ist ganz überwiegend anhand der Geschlossenen Fonds vor Einführung der Regulierung durch das KAGB entwickelt worden. Sie bürdet dem Vermittler und dem Berater im Grunde die Pflicht auf, den angebotenen Fonds daraufhin zu prüfen, ob der Fonds und die dahinter stehenden Personen seriös sind. Unseriöse Angebote sollen auf diese Weise im von dem Berater auszuwerfenden Prüfungsnetz hängen bleiben und nicht den Weg zum Kunden finden.

Nach Einführung des KAGB stellt sich jedoch die Frage, ob es noch sinnvoll ist, dem Berater eine solche inhaltliche Vorprüfung aufzubürden. Denn durch die Regulierung sind per Gesetz verschiedene Stufen in die Gestaltung eines Fonds eingefügt worden, die dazu führen, dass unseriöse Angebote kaum eine Chance auf Verwirklichung haben. So ist eine von der BaFin beaufsichtigte Kapitalverwaltungsgesellschaft für die Errichtung eines Fonds erforderlich. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft wird allein aufgrund ihrer Beaufsichtigung durch die BaFin nur solche Fonds verwalten, deren Konzept und Seriosität sie einer Prüfung unterzogen hat. Daneben ist die Verwahrstelle eingeführt worden, die die Geldströme in einem Fonds überwacht. Damit ist weitgehend sichergestellt, dass die Gelder der Anleger prospektgemäß verwendet werden. Gerade durch MiFID II sind weitere Transparenzregeln für den Prospekt - insbesondere auch im Hinblick auf Kosten - verbindlich geworden, deren Einhaltung die BaFin im Rahmen der Prospektprüfung prüft. Es steht daher zu erwarten, dass nur solche Prospekte auf den Markt kommen, die den Anleger umfassend und richtig aufklären und ausreichend transparent gestaltet sind.

Angesichts der Vielzahl der durch die Regulierung eingeführten Kontrollinstanzen erscheint es heute wenig wahrscheinlich, dass ein Vermittler einen Prospekt findet, der nicht in sich plausibel und stimmig ist. Und sollte dies ausnahmsweise doch einmal der Fall sein, wäre dies ein Versagen aller durch die Regulierung eingefügten Kontrollinstanzen. Wenn es dann zu einer Haftung kommt, wäre es unbillig, dem Anlagevermittler allein auf Schadensersatz in Anspruch zu nehmen. Zumindest ein Mitverschulden würden die zuvor genannten Kontrollinstanzen tragen. Es steht daher zu erwarten, dass sich die Rechtsprechung jedenfalls in diesem Punkt zukünftig ändert. Die Prüfung eines Fondsprodukts auf Seriosität kann nach Einführung der Regulierung nicht mehr Aufgabe der Vermittler und Berater sein.

Aufklärung über Kosten und **Kick-Backs**

Eine Aufklärungspflicht besteht auch für die sogenannten weichen Kosten, das heißt Aufwendungen außerhalb der Anschaffungs- und Herstellungskosten (BGH WM 2006, 905). Der BGH hält die vertreibende Bank aus einem Anlageberatungsvertrag für verpflichtet, ungefragt über die von ihr vereinnahmten Rückvergütungen aus offen ausgewiesenen Vertriebsprovisionen aufzuklären. Eine solche **Aufklärung** kann auch durch den Prospekt selbst erfolgen. Allerdings muss die beratende Bank ausdrücklich als Empfängerin genannt sein und die gezahlten Vertriebsprovisionen müssen der Höhe nach korrekt angegeben werden. Keine Aufklärungspflicht über Rückvergütungen besteht hingegen beim Vertrieb bankeigener Produkte. Denn in diesem Fall ist es für den Anleger offensichtlich, dass die Bank eigene (Gewinn-) Interessen verfolgt (BGH WM 2012, 1520).

Eine Aufklärungspflicht besteht auch für die sogenannten weichen Kosten, das heißt Aufwendungen außerhalb der Anschaffungs- und Herstellungskosten.

Im Hinblick auf die von den Vermittlern durchzuführende Plausibilitätsprüfung sind einige Vertriebe dazu übergegangen, von den Initiatoren die Vorlage von Plausibilitätsgutachten zu verlangen, die die eigene Plausibilitätsprüfung durch den Vertrieb entbehrlich machen sollen. Einige der in der Branche tätigen Wirtschaftsprüfer bieten solche Gutachten an.

Bewertung

Neben der Prospekthaftung im engeren Sinne ist die **Haftung der Vertriebe** auf der Grundlage eines stillschweigend geschlossenen Anlageberatungsvertrages das wirksamste Geschütz der Anlegerschutzanwälte bei notleidenden Fonds. Soweit es sich bei dem Vertrieb um eine Bank handelt, steht dem Anleger ein solventer Schuldner zur Verfügung, gegen den sich ein Prozess lohnen kann. Allerdings hat der Anleger vor Gericht den Beratungsfehler darzulegen und zu beweisen. Dies gelingt eher selten, zumal die Anlageberater seit einigen Jahren mit Beratungsprotokollen ausgerüstet sind, in denen der Inhalt der Beratung dokumentiert ist.

Neben der Prospekthaftung im engeren Sinne ist die Haftung der Vertriebe auf der Grundlage eines stillschweigend geschlossenen Anlageberatungsvertrages das wirksamste Geschütz der Anlegerschutzanwälte.

3.7 Kapitalanlagebetrug

Als weitere Haftungsgrundlage gegenüber dem Prospektverantwortlichen kommen die Tatbestände der unerlaubten Handlung in Betracht. Denkbar ist insbesondere eine **Haftung wegen Kapitalanlagebetrugs** (§ 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit §§ 263, 264a StGB), sofern ein entsprechender Schädigungsvorsatz vorliegt. Für den objektiven Tatbestand des § 264a StGB genügt bereits, dass ein an der Erstellung eines unrichtigen oder unvollständigen Prospekts Mitwirkender im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Anteilen in einem Beteiligungsprospekt gegenüber einem größeren Kreis von Personen unrichtige vorteilhafte Angaben macht oder nachteilige

Tatsachen verschweigt. Als subjektiver Tatbestand muss allerdings ein Schädigungsvorsatz vorliegen.

Bewertung

Dieser Tatbestand spielt in der **Praxis kaum eine Rolle,** da der Geschädigte dem Täter Vorsatz nachweisen muss, was regelmäßig nicht gelingt.

Fazit

Durch die mittlerweile erreichte Vollregulierung des Fondsbereichs hat sich an der haftungsrechtlichen Situation wenig geändert. Die einschlägigen haftungsrechtlichen Tatbestände greifen nach wie vor. Die Vorgaben der Regulierung, insbesondere die zwingende Einschaltung der die Zahlungsströme überwachenden **Verwahrstelle**, führen dazu, dass zukünftig krasse Betrugsfälle vermieden werden können. Dennoch steht zu erwarten, dass Anleger auch zukünftig Schäden erleiden, die auf mangelhafte Aufklärung zurückzuführen sind.

Diese Warnungen werden regelmäßig von den Medien aufgegriffen, so dass auch Verbraucher, die nicht die Homepage der BaFin besuchen, von den Warnungen erfahren können.

4. Offene und Geschlossene Fonds: Zwei Welten mit unterschiedlicher Historie – jetzt eine Familie

Autor: Volkhard Neumann

4.1 Same but different: Offene und Geschlossene Fonds

Sprachlich könnte man es sich seit dem 22. Juli 2013 einfach machen: Nutzt man das Wort **„Investmentvermögen“**, liegt man – von selten gewordenen Ausnahmen abgesehen – stets richtig, wenn man über „Fonds“ spricht. Denn mit der damaligen Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) gibt es erstmals in Deutschland einen einheitlichen aufsichtsrechtlichen Rechtsrahmen für die Konzeption, Prospektierung und den Vertrieb von Fonds unterschiedlichster Art. Da sich hinter dieser scheinbar einheitlichen Begrifflichkeit aber völlig unterschiedlich Modelle verbergen, sollen diese hier sortiert und kurz erläutert werden: Die große Unterscheidungslinie verläuft zwischen offenen Fonds einerseits und Geschlossenen Fonds andererseits. Beide haben sich völlig unterschiedlich entwickelt, wie ein kurzer Blick in die Vergangenheit zeigt:

Nutzt man das Wort „Investmentvermögen“, liegt man – von selten gewordenen Ausnahmen abgesehen – stets richtig, wenn man über „Fonds“ spricht.

4.2 Rückblick

Die Ursprünge des **Geschlossenen Fonds** liegen in der Schifffahrt, wo bereits vor circa 150 Jahren Investoren gesuchten wurden, um Schiffe zu finanzieren. Einem breiten Publikum wurden die Geschlossenen Fonds dann ab den 1960ern bekannt, als schier unerschöpfliche Steuersparmöglichkeiten auch den Geschlossenen Fonds noch zu großer Attraktivität verhalfen, denen wirtschaftliche Renditeüberlegungen fernlagen. Verlustzuweisungen von 300 Prozent und mehr waren keine Seltenheit, Zahnärzte, Rechtsanwälte und Unternehmer jeder Art rissen sich um die Angebote, um Steuern zu sparen (die sie manches Mal überhaupt nicht schuldeten). Statt der heutigen Verkaufsprospekte in Telefonbuchstärke lagen den Anlageentscheidungen – wenn überhaupt - Informationsmemoranden von wenigen Seiten zugrunde, in denen mehr die Chancen angepriesen als über die Risiken aufgeklärt wurde. Mangels rechtlicher Rahmen entwickelte sich eine umfangreiche Rechtsprechung zur sogenannten Prospekthaftung, die bei allen nachfolgenden Konzeptionen zumindest als Leitplanke wirkte und die Auswüchse beschnitt. Zudem wurden die Verlustnutzungsmöglichkeiten immer weiter eingeschränkt, so dass sich die Verlustzuweisungsmodelle nach und nach zu Renditemodellen veränderten. Ab dem 1. Juli 2005 unterlagen Geschlossene Fonds erstmals einer gesetzlichen Prospektpflicht nach dem Verkaufsprospektgesetz und der Vermögensanlagenverkaufsprospektverordnung.

Der erste **offene Fonds** Deutschlands (Fonda, WKN 847100) wurde im Jahr 1950 von der ADIG (Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH) herausgegeben, die Ende 1949 von vier bayerischen Banken gegründet wurde. Da es zu dieser Zeit nur wenigen Menschen vergönnt war zu sparen, blieb der Markt zunächst überschaubar. Erst Mitte der 50er Jahre kamen weitere Investmentgesellschaften hinzu (DWS, Union Invest, Deka) und Ende der fünfziger Jahre verwalteten 15 Fonds eine Milliarde Euro. 1966 wurde der erste Rentenfonds aufgelegt, der erste Immobilienfonds folgte. Erste Spezialfonds entstanden in den sechziger Jahren für Unterstützungskassen. Immer neue Fonds wurden aufgelegt, so dass der Markt für Anleger immer unübersichtlicher wurde. Die überpositive Börsenstimmung trieb zur Jahrtausendwende 200 Milliarden Deutsche Mark (DM) pri-

vater Anleger in Aktienfonds, doch die Illusion sicherer Aktienerträge erledigt sich mit dem Absturz der Börsen.

4.3 Rechtliche Strukturen

Was genau ist also ein offener, was ein Geschlossener Fonds? Auch hier sei nochmals ein kurzer Rückgriff auf die Zeit vor dem KAGB erlaubt, in der die unterschiedlichen Fonds-Welten noch völlig unabhängig voneinander waren.

4.3.1 Geschlossene Fonds vor Einführung des KAGB

Ein Geschlossener Fonds ist eine rechtlich eigenständige Rechtspersönlichkeit, in der Regel eine Kommanditgesellschaft.

Ein Geschlossener Fonds ist eine rechtlich **eigenständige Rechtspersönlichkeit**, in der Regel eine Kommanditgesellschaft (oder alternativ eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts). Gesellschafter der Kommanditgesellschaft (meist als GmbH & Co. KG) sind bei Ihrer Gründung eine GmbH als Komplementärin und eine oder mehrere Personen oder Gesellschaften aus dem weiteren Kreis des Initiators als Gründungskommanditisten.

Diese Gesellschaft dient der Umsetzung eines bestimmten Investitionsvorhabens, das entweder bereits vollständig feststeht oder eines Vorhabens, das hinsichtlich bestimmter Kriterien festgelegt wird, ohne dass das konkrete Investitionsobjekt schon feststeht (Blindpool). Bei den Investitionsobjekten gab es vor Einführung des KAGB keinerlei Restriktionen, was die illustre Vielfalt der Investitionsgegenstände erklärt: Immobilien, Schiffe, New-Energy-Anlagen, Aufforstungsprojekte in Fernost, Private Equity, Wein, Lichtanlagen, Container, Kunst - der Phantasie war nur die Grenze der Verkäuflichkeit gesetzt.

Je nach Investitionsobjekt standen die einzelnen **Kostenpositionen** der Investitionsphase weitgehend fest und wurden im Verkaufsprospekt detailliert oder zusammengefasst ausgewiesen (Mittelverwendung und Mittelherkunft). Da auch eine eventuell vorgesehene Fremdfinanzierung in der Regel bereits vorverhandelt war, stand die Höhe des erforderlichen Eigenkapitals aus Anlegermitteln bereits zu Beginn des Projektes fest, das dann im Rahmen des öffentlichen Angebotes bei Anlegern eingeworben wurde.

Parallel dazu fand sich in den Prospekten in aller Regel eine **Ertrags- und Liquiditätsprognose** für die vorgesehene Fondslaufzeit, die zwischen fünf und 25 Jahren lag. Hierin war die Bewirtschaftung zum Beispiel der Immobilie soweit wie möglich mit konkreten Verträgen und Kosten dargelegt, aus denen sich die voraussichtlichen Einnahmen und Ausgaben der Fondsgesellschaft ergaben. Für das Ende der Fondslaufzeit wurde der Verkauf des Anlageobjektes vorgesehen und die Fondsgesellschaft liquidiert.

Der Anleger beteiligte sich bei einem Geschlossenen Fonds in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft als Kommanditist, sei es direkt oder über eine zwischengeschaltete Treuhandgesellschaft als Treuhänderin. In nahezu allen Fallgestaltungen hatte der Anleger grundsätzlich die Rechte eines Kommanditisten, also das Teilnahme- und Stimmrecht bei Gesellschafterversammlungen sowie Auskunfts- und Informationsrechte.

War das Eigenkapital vollständig platziert, wurde der Fonds geschlossen und das Fondskonzept mit diesem Gesellschafterkreis umgesetzt.

War das Eigenkapital vollständig platziert, wurde der Fonds geschlossen und das Fondskonzept mit diesem Gesellschafterkreis umgesetzt. Sie waren damit Eigentümer der Fondsgesellschaft und trugen somit die unternehmerischen Risiken der Fondsgesellschaft aus der Bewirtschaftung des Anlageobjektes. Für Verkäufe von Beteiligungen gab es lange

Zeit keine Handelsplattformen, so dass ein Ausscheiden aus Geschlossenen Fonds vor Ablauf der Fondslaufzeit nur schwer möglich war.

Je nach Rechtsform der Fondsgesellschaft war das **allgemeine Gesellschaftsrecht** anwendbar, also § 705 ff. BGB und die Regelungen des Handelsgesetzbuches (HGB). Soweit die Regelungen des HGB aufgrund der großen Vielzahl von Gesellschaftern (oftmals mehrere tausend) an seine Grenzen kamen, wurden diese von der Rechtsprechung ergänzt, oft in Anlehnung an aktienrechtliche Vorschriften.

Die Besteuerung der Gewinne beziehungsweise steuerlichen Überschüsse erfolgte den allgemeinen Regeln des Einkommensteuerrechts folgend beim Anleger. Je nach Tätigkeit der Fondsgesellschaft fiel auf Ebene der Kommanditgesellschaft zudem Gewerbesteuer an.

4.3.2 Offene Fonds vor Einführung des KAGB

Offene Fonds unterschieden sich hiervon fundamental: Anstelle von Kommanditgesellschaften bei Geschlossenen Fonds wurden offene Fonds in der Regel als rechtlich **unselbstständiges Sondervermögen** nach dem Investmentgesetz (InvG) aufgelegt, die von einer Kapitalanlagegesellschaft (heute Kapitalverwaltungsgesellschaft, KVG) verwaltet werden.

Sie zeichnete sich dadurch aus, dass kein konkretes Projekt vorgesehen war, aus dessen Umsetzung sich der Finanzbedarf ergab, sondern - genau umgekehrt - Geld in unbestimmter Höhe eingeworben wurde, was dann in einen oder verschiedene Bereiche nach zuvor festgelegten Anlagebedingungen zum Beispiel in Aktien, Anleihen, Geldmarktpapieren oder Immobilien investiert wurde. Hierbei mussten offene Fonds den **Grundsatz der Risikomischung** beachten, das heißt es durfte nicht das gesamte Fondsvermögen in eine Aktie oder eine Immobilie investiert sein. Ziel der Diversifikation war die Risikostreuung.

Mit dem Kauf von Investmentfondsanteilen wurde der Anleger **Miteigentümer** am Sondervermögen und hatte einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung und Anteilsrückgabe zum jeweils gültigen Rücknahmepreis.

Mit dem Kauf von Investmentfondsanteilen wurde der Anleger Miteigentümer am Sondervermögen und hatte einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung und Anteilsrückgabe zum jeweils gültigen Rücknahmepreis.

Da es kein vorgesehenes Ende eines offenen Fonds gab, war die Laufzeit grundsätzlich unbeschränkt. Wollte ein Anleger ausscheiden, gab er seine Fondsanteile zurück und erhielt den Rücknahmepreis in Höhe des Anteilswertes, wobei sich der Anteilswert nach dem Wert des gesamten Fondsvermögens dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile bemaß. Um diese Rücknahmen sicherstellen zu können, mussten offene Fonds eine Mindestliquidität vorhalten. Wurde diese unterschritten, konnte der Fonds vorübergehend oder dauerhaft geschlossen werden. Auch wenn dies sprachlich dann dem Geschlossenen Fonds entsprach, wurde der offene Fonds dadurch nicht zum geschlossenen. Er folgte weiterhin den **völlig anderen rechtlichen Regelungen des Investmentrechts** oder - nach Einführung des KAGB – ausschließlich den besonderen Regelungen für offene Fonds.

Die Besteuerung der Erträge aus offenen Fonds folgte nicht den Regelungen des allgemeinen Ertragssteuerrechtes, sondern dem Investmentsteuergesetz (InvStG) mit einer Vielzahl von Besonderheiten.

4.4 Einheitswelt mit Komplikationen: Die Einführung des KAGB

Einen ersten Eindruck über die große Neuregelung der Fondsbranche brachte die Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, die sogenannte AIFM-Richtlinie, die am 11. November 2010 vom Europäischen Parlament angenommen wurde.

In Deutschland wurde sie am 22. Juli 2013 durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in nationales Recht umgesetzt. Gleichzeitig wurde das bis dahin für **offene Fonds geltende Investment aufgehoben** und die offenen Fonds ebenfalls unter das Regime des KAGB unterstellt.

Der einheitliche Oberbegriff des gemeinsamen Investmentrechts ist das Investmentvermögen.

Der **einheitliche Oberbegriff** des gemeinsamen Investmentrechts ist das Investmentvermögen. Ein **Investmentvermögen** im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist". Mit dieser fast allumfassenden Definition sind quasi alle üblichen Fondstrukturen der alten offenen und geschlossenen Fondswelten durch das KAGB erfasst und seinen Regelungen unterworfen. Seit Einführung des KAGB gibt es also formal einen einheitlichen Rechtsrahmen für offene und Geschlossene Fonds, inhaltlich müssen jedoch beide auch künftig strikt voneinander unterschieden werden, da die strukturellen Unterschiede beider Gruppen auch nach Einführung des KAGB fortgelten.

Vergleicht man das bisherige Regelungssystem der offenen Fondswelt in Form des InvestmentG einerseits und den Rechtsrahmen der geschlossenen Fondswelt andererseits mit den aktuellen Regelungen des KAGB, so ist das Ergebnis eindeutig: Im Wettstreit der Systeme hat sich das Investmentrecht der offenen Fondswelt durchgesetzt. Und das mit allen systematischen Unverträglichkeiten, die sich aus der unterschiedlichen Struktur offener und Geschlossener Fonds ergeben.

Um aufsichtsrechtlich in beiden Welten einen einheitlichen Regelungsadressaten zu haben, schreibt das KAGB auch für Geschlossene Fondsstrukturen zwingend eine Kapitalverwaltungsgesellschaft als Investment-Manager vor, der Adressat der Rechte und Pflichten des KAGB ist.

Um aufsichtsrechtlich in beiden Welten einen einheitlichen Regelungsadressaten zu haben, schreibt das KAGB auch für Geschlossene Fondsstrukturen zwingend eine Kapitalverwaltungsgesellschaft als Investment-Manager vor, der Adressat der Rechte und Pflichten des KAGB ist. Dies sorgt bei Geschlossenen Fonds für reichlich Kompetenzgerangel, da **Geschlossene Fonds** auch **künftig in** der Regel in **der Rechtsform der Kommanditgesellschaft** betrieben werden und damit eigenständige Rechtsträger sind, für deren rechtsgeschäftliche Vertretung das Handelsrecht klare Regelungen hat, die sich mit der Idee einer allmächtigen Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht immer synchronisieren lassen.

4.5 OGAW versus AIF, offen versus geschlossen, Spezialfonds vs. Publikumsfonds

Mit diesen drei Gegensatzpaaren lassen sich die drei wesentlichen Demarkationslinien des KAGB skizzieren, an denen die unterschiedlichsten Rechtsfolgen anknüpfen. Eine erschöpfende Darstellung der jeweiligen Voraussetzungen und insbesondere der unterschiedlichen Rechtsfolgen würde den Umfang dieses Kapitels bei weitem übersteigen und den Lesern die Freude am Thema verderben. Daher sollen hier nur die wesentlichen Begrifflichkeiten aufgezeigt werden.

4.5.1 OGAW vs. AIF

Hinter der Abkürzung OGAW verbirgt sich die Definition „**Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren**". Alternativ werden sie **UCITS** (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) genannt, je nachdem, ob man sich der deutschen oder englischen Fassung näher fühlt. OGAW sind stets offene Investmentfonds, die in gesetzlich definierte Arten von Wertpapieren und andere Finanzinstrumente investieren. So dürfen OGAW in jeweils definierten Grenzen und zu bestimmten Verhältnissen in folgende Anlagen investieren: Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an anderen OGAW, Bankguthaben und Derivate.

4.5.2 Alternative Investmentfonds (AIF)

Als **AIF** werden im Kapitalanlagegesetzbuch a) alle geschlossenen Investmentvermögen eingestuft, b) darüber hinaus aber auch die investmentrechtlich regulierten offenen Investmentfonds, **die nicht als OGAW** (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) gelten. Das sind insbesondere offene Spezialfonds und offene Immobilienfonds. AIF können somit offene oder Geschlossene Fonds sein.

4.5.3 Offene Investmentvermögen

Offene Investmentvermögen sind a) alle OGAW (also alle Wertpapierfonds) und b) diejenigen AIF, deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden.

Mit anderen Worten: Als offene Investmentvermögen gelten alle Wertpapierfonds und diejenigen anderen Fonds, deren Anteile vor ihrer Liquidation zurückgegeben werden können.

Als offene Investmentvermögen gelten alle Wertpapierfonds und diejenigen anderen Fonds, deren Anteile vor ihrer Liquidation zurückgegeben werden können.

4.5.4 Geschlossene Investmentvermögen

Als Geschlossene Fonds sind alle Investmentvermögen anzusehen, die nicht als offene gelten. Hierbei kann es sich also nur um AIF, also nicht Wertpapierfonds handeln, da diese per Definition den offenen zugeschlagen wurden.

4.5.5 Spezial-AIF vs. Publikums-AIF

Als Spezial-AIF sind AIF definiert, deren Anteile auf Grund von schriftlichen Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder auf Grund der konstituierenden Dokumente des AIF nur von a) professionellen Anlegern im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB oder b) semiprofessionellen Anlegern im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB erworben werden dürfen. Alle übrigen Investmentvermögen werden als Publikumsinvestmentvermögen behandelt.

4.6 Gibt es noch „Investments“ außerhalb des KAGB?

Bei der weiten Definition des Investmentvermögens stellt sich die Frage, ob es überhaupt noch **Beteiligungsmöglichkeiten außerhalb des KAGB** geben kann. Bei der nahezu uferlosen Definition des „Investmentvermögens“, mag die Antwort überraschen: **Ja, es gibt sie noch.** So sind die folgenden Varianten als Restanten noch im Vermögensanlagengesetz zu finden, das bis 2013 auch die Geschlossenen Fonds regulierte: 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), partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Namensschuldverschreibungen und sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen.

Bei der weiten Definition des Investmentvermögens stellt sich die Frage, ob es überhaupt noch Beteiligungsmöglichkeiten außerhalb des KAGB geben kann.

Dies gilt allerdings auch nur dann, wenn sie nicht schon als Investmentvermögen zu beurteilen sind. Die Abgrenzung zwischen KAGB einerseits und VermAnlG andererseits erfolgt in der Regel anhand der Krite-

rien „gemeinsame Anlagen“ oder „operatives Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ innerhalb der Definition des Investmentvermögens.

4.7 Gesetzliche Typisierung und behördliche Vereinheitlichung

Vor Einführung des KAGB war die geschlossene Fondswelt von einer großen **Gestaltungsvielfalt** gekennzeichnet. Jedes Emissionshaus hatte eigene Projektideen, Vertragsgestaltungen, wirtschaftliche Konzepte, Kostenstrukturen und ein individuelles Selbstverständnis im Umgang mit Anlegern, was einen intensiven und kreativen Wettbewerb um das beste Konzept sicherstellte. Dies änderte sich mit Einführung des KAGB schlagartig, als eine Vielzahl von Stellschrauben der Fondskonzeption reglementiert und vereinheitlicht wurden. An dieser Stelle sei nur Auswahl von vier Beispielen angeführt:

So sind geschlossene Investmentvermögen seit Einführung des KAGB nur noch in der Rechtsform der Investment-Kommanditgesellschaft oder der Investment-Aktiengesellschaft zulässig, die zur Verwaltung ihres Fondsvermögens eine Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellen müssen.

So sind geschlossene Investmentvermögen seit Einführung des KAGB nur noch in der Rechtsform der Investment-Kommanditgesellschaft oder der Investment-Aktiengesellschaft zulässig, die zur Verwaltung ihres Fondsvermögens eine Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellen müssen.

Soweit es sich um Publikums-AIF handelt, müssen diese innerhalb von 18 Monaten risikogestreut investiert sein. Hierzu müssen sie entweder in **mindestens drei Sachwerte**, deren Werte im Wesentlichen gleichmäßig verteilt sind investiert sein, oder bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine andere Streuung des Ausfallrisikos gewährleisten. Die Investition in nur eine Immobilie ist somit auch dann nicht mehr möglich, wenn dem Anleger das daraus resultierende Risiko bewusst ist und er sich dafür entscheiden wollte. Vergleichbares gilt für die Aufnahme von Fremdkapital durch einen Publikums-AIF: Auch dort wurden starre Obergrenzen der Fremdfinanzierung eingeführt, die ohne Ansehen des finanzierten Vermögensgegenstandes einzuhalten sind.

Zur Vereinheitlichung der Kostenstruktur hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zudem **Musterkostenbausteine** veröffentlicht, die an sich zu einer Vergleichbarkeit der einzelnen Fonds führen sollen. **Alternativgestaltungen** hierzu sind de facto **nicht mehr möglich**. Anknüpfungspunkt der meisten Vergütungen ist seither der Nettoinventarwert, auch wenn die Tätigkeit zum Beispiel eines Treuhänders mit der Höhe des Nettoinventarwertes nicht das Geringste zu tun hat und diesen auch nicht beeinflussen kann. Abgesehen davon, dass eine Rechtsgrundlage für die Vorgabe solcher Regelungen seitens der BaFin nicht erkennbar ist, führen diese unnötigerweise zu einer weitgehenden Intransparenz einzelner Vergütungen. Ein Kuriosum am Rande: Jüngst lehnte die BaFin eine Regelung in einem Gesellschaftsvertrag eines geschlossenen Investmentvermögens ab, nach der dessen Gesellschafterversammlung, also die Gesamtheit der dortigen Anleger, die Vergütung für die von ihnen selbst gewählten Anlegerbeiräten festlegen sollte. Wer, wenn nicht die Gesellschafterversammlung als oberstes Organ der Fondsgesellschaft?

All diese Typisierungen und Vereinheitlichungen mögen einer guten Absicht folgen, sie führen jedoch zu einer **weitgehenden Bevormundung des mündigen Anlegers**. Dass der Anleger durch die Erteilung qualifizierter Informationen - seit MiFID II sogar nachweislich - mündig zu machen ist, wurde mit einer Vielzahl von Regulierungen der Fondsvertriebe gesetzlich durchgesetzt. Was bleibt ist die Frage, warum der Gesetzgeber dem Anleger nicht zutraut, dass er diese Mündigkeit bei der Zeichnung von Investmentvermögen auch nutzt.

Teil II - VERMÖGENSANLAGEN

1. Was hat sich bei den Vermögensanlagen geändert? Seite 38

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

1.1 Einleitung

1.2 Neuerungen durch Kleinanlegerschutzgesetz

1.3 Neue Vertriebsvorschriften durch MiFID II

2. Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung der Emittenten von Vermögensanlagen Seite 44

Autor: Dr. Ingo Janert

Summary

2.1 Einleitung

2.2 Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an die jährliche Finanzberichterstattung

2.3 Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung

3. Anforderungen an einen Lagebericht im Kapitalanlagerecht Vermögensanlagen Seite 52

Autor: Dr. Ingo Janert

Summary

Als Reaktion auf die Prokon-Pleite 2014 hatte der Gesetzgeber die Regeln für Vermögensanlagen im Jahre 2015 verschärft. So mussten bislang von einer gesetzlichen Prospektpflicht verschonte Kapitalanlagen wie etwa Container oder Nachrangdarlehen einen von der BaFin gebilligten Prospekt erstellen. Auch trafen die Anbieter von Vermögensanlagen erhöhte Transparenz- und Berichtspflichten. Durch die Vorgaben von MiFID II kamen seit Anfang 2018 weitere Regeln hinzu. Insbesondere müssen die Anbieter nun einen konkreten Zielmarkt definieren und sicherstellen, dass ihre Vermögensanlagen nur an diesen Zielmarkt vertrieben werden. Der Beitrag beschreibt die neuen rechtlichen Vorgaben und fragt angesichts der Insolvenz der P&R, ob man weitere Regelungen oder eher eine bessere Aufsicht benötigt.

1. Was hat sich bei den Vermögensanlagen geändert?

Autor: Dr. Oliver Zander

1.1 Einleitung

Im Januar 2014 meldete der Windanlagenbetreiber Prokon Regenerative Energien GmbH Insolvenz an: 19 Millionen Euro Liquidität standen 391 Millionen Euro fällige Verbindlichkeiten gegenüber. Insgesamt überstiegen die Schulden das vorhandene Vermögen um rund 500 Millionen Euro. Zuvor hatte Prokon flächendeckend in Bussen, U-Bahnen und im Fernsehen um Anleger geworben: schon ab 100 Euro konnte man sich an der grünen Energiegewinnung mittels nachrangiger Genussrechte beteiligen. Prokon gab an **75.000 Kleinanleger** Genussrechte in einem Gesamtvolumen von 1,4 Milliarden Euro aus. Die Prokon-Pleite galt als eine der größten Pleiten des grauen Kapitalmarkts zu Lasten von Kleinanlegern.

1.2 Neuerungen durch das Kleinanlegerschutzgesetz

Die Politik reagierte auf den Prokon-Fall mit dem Kleinanlegerschutzgesetz, welches im Juli 2015 in Kraft trat. Durch dieses Gesetz sollten die letzten Lücken, die es nach Ansicht der Politik im grauen Kapitalmarkt noch gab, gestopft werden. Seit Anfang 2018 gelten für den **Vertrieb von Vermögensanlagen** neue weitere Vorgaben auf der Grundlage von MiFID II.

Seit Anfang 2018 gelten für den Vertrieb von Vermögensanlagen neue weitere Vorgaben auf der Grundlage von MiFID II.

Änderung des Vermögensanlagengesetzes: weitere Assetklassen

Durch das Kleinanlegerschutzgesetz wurde das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) geändert. Zu den Vermögensanlagen zählten bis zur Änderung des VermAnlG nur Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, Treuhandvermögen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen. Durch das Kleinanlegerschutzgesetz wurde dieser Katalog auf alle denkbaren Anlageformen des grauen Kapitalmarkts erweitert. So zählen jetzt auch partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren, zu den Vermögensanlagen. **Nicht vom VermAnlG erfasst** sind Wertpapiere und Investmentvermögen. Diese werden durch das Kreditwesengesetz (KWG), das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) reguliert. Das Gesetz enthält zudem eine Ausnahme für partiarische Darlehen, Genussrechte und sonstige Anlagen (§ 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG), die von einer Genossenschaft an ihre Mitglieder emittiert werden und für die eine Vertriebsprovision nicht gezahlt wird (§ 2 Abs. 1 Nr. 1a VermAnlG).

Durch das Kleinanlegerschutzgesetz wurde das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) geändert.

Nicht vom VermAnlG erfasst sind Wertpapiere und Investmentvermögen.

Gültigkeit der Prospekte

Durch die Aufnahme neuer Assetklassen in das VermAnlG unterliegen diese nun auch der Prospektpflicht und des Billigungsverfahrens bei der BaFin. Die Prospekte sind nur noch höchstens zwölf Monate gültig. Wenn die Vermögensanlage nach Ablauf der zwölf Monate weiterhin am Markt angeboten werden soll, muss der **Anbieter den Prospekt** aktualisieren und das Billigungsverfahren bei der BaFin erneut durchlaufen. Der Prospekt muss vom Anbieter während des Vertriebs durch Nachträge ständig aktuell gehalten werden. Auch nach Beendigung des Vertriebs hat der Anbieter den Anlegern unverzüglich jede Tatsache mitzuteilen, die unter Umständen dazu führen kann, dass der Anbieter seine Pflichten ge-

Durch die Aufnahme neuer Assetklassen in das VermAnlG unterliegen diese nun auch der Prospektpflicht und dem Billigungsverfahren bei der BaFin.

genüber den Anlegern nicht erfüllen kann (§ 11a VermAnlG).

Laufzeit der Vermögensanlage

Die Laufzeit jeder Vermögensanlage muss mindestens 24 Monate betragen; soweit eine Kündigungsfrist vorgesehen wird, muss diese mindestens sechs Monate betragen (§ 5a VermAnlG). Dies ist eine Lehre aus der Prokon-Pleite, die maßgeblich auch darauf beruhte, dass die Laufzeit der Genussrechte zu kurz bemessen war, so dass die Rückzahlung fälliger Genussrechte mit der Einwerbung neuer Genussrechte finanziert werden musste.

Keine Nachschusspflichten

Die Vermögensanlagen müssen so konzipiert sein, dass den Anleger keine Nachschusspflicht treffen kann (§ 5b VermAnlG).

Die Vermögensanlagen müssen so konzipiert sein, dass den Anleger **keine Nachschusspflicht** treffen kann (§ 5b VermAnlG).

Werbung

Die Werbung für Vermögensanlagen muss einen gesetzlich genau vorgeschriebenen Warnhinweis auf das mit der Vermögensanlage verbundene Risiko enthalten (§ 12 Abs. 2 VermAnlG). Auch das Vermögensanlagen-Informationsblatt muss einen Hinweis auf das Risiko enthalten. Einen Hinweis auf eine **Prüfung durch die BaFin** darf die Werbung nicht enthalten, so dass beim Anleger nicht der Eindruck entsteht, die BaFin habe der Anlage eine Art Prüfsiegel erteilt. Wenn in der Werbung auf eine Rendite hingewiesen wird, muss die Werbung den deutlich gestalteten Hinweis enthalten, dass der in Aussicht gestellte Ertrag nicht gewährleistet wird.

Die BaFin kann Werbung, die nicht den Anforderungen entspricht, untersagen. Dies gilt auch für Werbung, die irreführend ist, etwa wenn mit der Sicherheit der Vermögensanlage geworben wird oder wenn der Anschein eines besonders günstigen Angebots erweckt wird.

Die BaFin kann **Werbung**, die nicht den Anforderungen entspricht, untersagen. Dies gilt auch für Werbung, die **irreführend** ist, etwa wenn mit der Sicherheit der Vermögensanlage geworben wird oder wenn der Anschein eines besonders günstigen Angebots erweckt wird.

Ausnahme: Crowdinvestments

Das Gesetz enthält ebenfalls Erleichterungen für soziale Projekte.

Für Crowdinvestments in der Form von Nachrangdarlehen, partiarischen Darlehen oder sonstigen Anlagen (§ 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG) gelten Erleichterungen. Insbesondere entfällt für diese Art der Finanzierung das Prospekterfordernis. Allerdings darf der Gesamtbetrag der eingeworbenen Mittel 2,5 Millionen Euro nicht übersteigen und jeder Anleger darf im Regelfall nur bis zu 1.000 Euro einzahlen. Übersteigt das **Nettovermögen** des Anlegers bestimmte, gesetzlich festgelegte Grenzen, kann jeder Anleger auch bis zu 10.000 Euro einzahlen. Die Organisation des Crowdfunding muss über eine Internet-Dienstleistungsplattform abgewickelt werden, die die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben prüft (§ 2a VermAnlG). **Das Gesetz enthält** ebenfalls **Erleichterungen** für soziale Projekte (etwa Schulen oder Kultureinrichtungen), gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften (vgl. §§ 2b und 2c VermAnlG), wenn bestimmte Schwellenwerte eingehalten werden.

Generelles Widerrufsrecht

Das Gesetz enthält nun ein generelles Widerrufsrecht für jeden Anleger.

Das Gesetz enthält nun ein generelles **Widerrufsrecht** für jeden Anleger. Er kann seine Anlageentscheidung innerhalb von 14 Tagen nach Vertragsschluss und ordnungsgemäßer Belehrung über das Widerrufsrecht widerrufen.

Erweiterte BaFin-Befugnisse

Die Befugnisse der BaFin sind durch das Kleinanlegerschutzgesetz erweitert worden. So kann die BaFin beim Emittenten eine Sonderprüfung vornehmen. Voraussetzung dafür ist, dass konkrete

Anhaltspunkte dafür bestehen, dass gegen Rechnungslegungsvorschriften verstoßen wird (§ 24 Abs. 5 VermAnlG). Ferner kann sie im Rahmen des Prospektbilligungsverfahrens vom Anbieter die Aufnahme zusätzlicher Angaben in den Prospekt verlangen. Jede Maßnahme gegen den Anbieter kann die BaFin auf ihrer Webseite veröffentlichen, so dass ein etwaig vorliegender Missstand bei einem Anbieter öffentlich bekannt wird.

Auf der Grundlage von Art. 42 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 kann die BaFin sogar den **Verkauf von Finanzanlagen** insgesamt verbieten, wenn der Verkauf dieser Finanzanlagen erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwirft (§ 15 WpHG).

Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Neben dem Prospekt ist vom Anbieter auch das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) zu erstellen. Dieses muss dem Anleger vor seiner Zeichnung übergeben werden. Der Inhalt des VIB ist in § 13 VermAnlG genau vorgegeben. Insbesondere muss es Angaben zum **Verschuldungsgrad** des Emittenten beinhalten. Auch das VIB ist vom Anbieter während der Vertriebsphase immer auf aktuellem Stand zu halten. Alle Aktualisierungen sind jeweils mit Datum anzugeben.

Neben dem Prospekt ist vom Anbieter auch das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) zu erstellen. Dieses muss dem Anleger vor seiner Zeichnung übergeben werden.

1.3 Neue Vertriebsvorschriften durch MiFID II

Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II

Seit dem 03. Januar 2018 finden die Regelungen der **Markets in Financial Instruments Directive** (sogenannte MiFID II), der dazugehörigen Delegierten Rechtsakte und der jeweiligen nationalen Umsetzungsakte in der EU Anwendung. Durch MiFID II wird ein neuartiges Regime für die Konzeption und den Vertrieb von Finanzprodukten geschaffen. In Deutschland sind die wesentlichen Vorgaben von MiFID II in das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) integriert worden. Vermögensanlagen nach dem Vermögensanlagengesetz werden im WpHG als Finanzinstrumente behandelt und fallen damit auch unter die Regelungen des WpHG. Auch das VermAnlG sowie die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung wurden an die **neuen Vorgaben** von MiFID II angepasst.

Inhalt des Prospekts

Im Prospekt müssen nun die Gruppen von Anlegern, auf die die angebotene Vermögensanlage abzielt, beschrieben werden (§ 7 Abs. 3 Nr. 2a VermAnlG). Bei der Bestimmung der **Zielgruppe** ist der Anlagehorizont und die Fähigkeit zur Tragung von Verlusten, die sich aus der Vermögensanlage ergeben könnten, zu berücksichtigen.

Im Prospekt müssen nun die Gruppen von Anlegern, auf die die angebotene Vermögensanlage abzielt, beschrieben werden.

Vorgaben für den Vertrieb von Vermögensanlagen

Die Neuregelungen durch MiFID II betreffen zunächst unmittelbar nur die Vertriebe von Vermögensanlagen, also die Anlagevermittler und Anlageberater. Diese sind jedoch darauf angewiesen, dass der Konzepteur (Anbieter) einer Vermögensanlage die **gesetzlich vorgeschriebenen Vertriebsanforderungen** inhaltlich vorgibt. Insofern richten sich die Vertriebsvorgaben mittelbar auch an die Anbieter von Vermögensanlagen. Zu beachten ist allerdings, dass sich die detaillierten, auf MiFID II beruhenden Regelungen des WpHG nur auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen beziehen. Gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 7 WpHG gelten aber solche Vertriebe nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die ausschließlich die Anlage-

vermittlung und Anlageberatung zwischen ihren Kunden und Anbietern von erstmals öffentlich angebotenen Vermögensanlagen betreiben und die nicht berechtigt sind, sich Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen ihrer Kunden zu verschaffen. Damit dürften die meisten Vertriebe von Vermögensanlagen nicht unter die Vorschriften des WpHG und damit jedenfalls nicht unmittelbar unter die MiFID II-Vorgaben fallen.

Zielmarktbestimmung

Das in § 7 Abs. 3 Nr. 2a VermAnlG eingeführte Erfordernis der Zielgruppenbestimmung orientiert sich an den Vorgaben der MiFID II, ohne sie so ausführlich wie im WpHG im Detail auszuführen.

Die Zielgruppenbestimmung knüpft an die im WpHG sowie in §§ 11 und 12 WpDVerOV festgelegte Zielmarktbestimmung an. Dafür ist es erforderlich, dass durch den Anbieter einer Vermögensanlage (1) eine **Kundengruppe** (Privatkunde oder professioneller Kunde) festgelegt wird, (2) die Anlageziele der Kunden einschließlich der Risikotoleranz definiert werden, (3) die finanziellen Verhältnisse der Zielkunden sowie die damit verbundene **Fähigkeit, Verluste zu tragen**, näher beschrieben werden und (4) die zum Verständnis der konkreten Vermögensanlage erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden angegeben werden.

Neben einer positiven Zielgruppenbestimmung sollten auch Zielgruppen beschrieben werden, an die die Vermögensanlage nicht vertrieben werden soll. Die Risiken für die Zielgruppe sind zu ermitteln und zu bewerten.

Neben einer positiven Zielgruppenbestimmung sollten auch Zielgruppen beschrieben werden, an die die Vermögensanlage nicht vertrieben werden soll. Die Risiken für die Zielgruppe sind zu ermitteln und zu bewerten.

Soweit der Anbieter einer Vermögensanlage **keinen direkten Kundenkontakt hat**, muss er die Zielgruppe abstrakt festlegen. Es wird sich allerdings im Rahmen der Zielgruppenbestimmung empfehlen, mit den Vertrieben der Vermögensanlage zusammenzuarbeiten.

Produktfreigabeverfahren

Die Bestimmung der Zielgruppe erfolgt im Rahmen eines einzurichtenden Produktfreigabeverfahrens. Die Anbieter (Konzepteure) einer Vermögensanlage haben die Vermögensanlage im Hinblick auf die gewählte Zielgruppe zu gestalten. Die Anbieter von Vermögensanlagen haben ihre Vertriebsstrategie beziehungsweise die Auswahl der einzuschaltenden Vertriebe an der Zielgruppenbestimmung auszurichten. Es kommt nur eine **Beauftragung der Vertriebe** in Betracht, die über einen Zugang zu den Personen der Zielgruppe verfügen. Andere Vertriebe dürfen nicht beauftragt werden. Die Informationen über die Zielgruppenbestimmung müssen den Vertrieben zur Verfügung gestellt werden. Es empfiehlt sich, die Vertriebsvereinbarungen entsprechend anzupassen, so dass auch vertraglich sichergestellt ist, dass der beauftragte Vertrieb die Vorgaben des Produktfreigabeverfahrens tatsächlich einhält. Nur durch eine entsprechende vertragliche Klausel lässt sich ein etwaiger Schadensersatzanspruch gegen den Vertrieb im Falle der Nichtbeachtung der Vorgaben begründen.

Es empfiehlt sich ferner für die Anbieter und für die Vertriebe von Vermögensanlagen, die Einhaltung der festgelegten Vertriebsstrategie regelmäßig zu prüfen und diese Prüfung, das Ergebnis und etwaig eingeleitete Maßnahmen auch zu dokumentieren.

Regelmäßige Kontrolle

Es empfiehlt sich ferner für die Anbieter und für die Vertriebe von Vermögensanlagen, die Einhaltung der festgelegten Vertriebsstrategie regelmäßig zu prüfen und diese **Prüfung**, das Ergebnis und etwaig eingeleitete Maßnahmen auch zu dokumentieren. Nach bislang ganz herrschender Auffassung können Anleger auf der Grundlage einer Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften keinen Schadensersatzanspruch gegen Anbieter und Vertriebe begründen. Die

Nichteinhaltung aufsichtsrechtlicher Vorgaben ist jedoch immer auch ein Indiz für die Sorgfalt eines Anbieters oder Vertriebs.

Weitere Pflichten

Soweit ein Vertrieb nicht unter die vorgenannte Ausnahmeregelung des WpHG fällt, muss er **weitere Pflichten** erfüllen. Dazu zählt insbesondere die Zurverfügungstellung wesentlicher Informationen (§ 63 Abs. 7 WpHG) und die Durchführung einer Angemessenheits- oder **Geeignetheitsprüfung** (§ 63 Abs. 10 und § 64 Abs. 3 WpHG) sowie die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln der §§ 63 ff. WpHG.

Fazit

Die Vermögensanlagen unterliegen seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes einer verstärkten Kontrolle durch die BaFin. Durch die neuen Vertriebsvorgaben der MiFID II werden die Vertriebe von Vermögensanlagen und dadurch mittelbar auch die Anbieter noch stärker und engmaschiger reguliert. Aus Sicht des Gesetzgebers ist damit ein **denkbares Maximum** an Regulierungsdichte auch für diese Klasse von Anlageprodukten, die bislang den Kernbereich des grauen Kapitalmarkts ausmachte, erreicht.

Die Vermögensanlagen unterliegen seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes einer verstärkten Kontrolle durch die BaFin.

Im Hinblick auf die jüngsten Entwicklungen bei der P&R-Gruppe, die Vermögensanlagen in Form von angeblichen Eigentumsrechten an Containern konzipierte, ist festzuhalten, dass die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde jedenfalls nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes die notwendigen Befugnisse gehabt hätte, um die Missstände bei der P&R-Gruppe aufzudecken, zumal in der Fachpresse schon **seit Jahren darauf hingewiesen** wurde, dass die von P&R vorgelegten Zahlen zu Fragen Anlass gaben. Der P&R-Fall zeigt, dass nicht noch schärfere Gesetze notwendig sind, sondern dass die Aufsichtsbehörde BaFin auch bei Vermögensanlagen tiefer und gründlicher in die Prüfung einsteigen muss.

Summary

Das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) stellt über die handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften hinaus in den §§ 23 ff. VermAnlG weitere kapitalmarktrechtliche Anforderungen an die jährliche Finanzberichterstattung an die Emittenten von Vermögensanlagen.

Für Kapitalgesellschaften und haftungsbeschränkte Personenhandelsgesellschaften sind der Jahresabschluss und der Lagebericht entsprechend den Vorgaben der VermAnlG zu modifizieren und von einem Abschlussprüfer zwingend zu prüfen. Für Emittenten, die nach Handelsrecht nicht verpflichtet sind, einen Jahresabschluss und Lagebericht aufzustellen, besteht die Verpflichtung zur Erstellung eines Jahresberichts, der mit dem Jahresabschluss und Lagebericht im Ergebnis doch sehr vergleichbar ist.

Stellt sich der Jahresabschluss oder Jahresbericht als unrichtig dar und vermittelt dieser insoweit ein unzutreffendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten, so knüpft das VermAnlG hieran verschiedene Rechtsfolgen. Ein unrichtiger oder unvollständiger Finanzbericht kann eine Nachtragspflicht (§ 11 VermAnlG), eine Ad-hoc-Publizitätspflicht (§ 11a VermAnlG), eine Ordnungswidrigkeit (§ 30 VermAnlG) sowie ein Sonderprüfungsrecht der BaFin (§ 24 Abs. 5 VermAnlG) begründen. Ein Schadensersatzanspruch des einzelnen Anlegers wird hingegen nur in seltenen Ausnahmefällen anzunehmen sein.

2. Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung der Emittenten von Vermögensanlagen

Autor: Dr. Ingo Janert

2.1. Einleitung

Den Emittenten einer Vermögensanlage nach dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) treffen nach den §§ 23 ff. VermAnlG verschiedene kapitalmarktrechtliche Rechnungslegungspflichten, die die handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften zum Teil überlagern beziehungsweise verdrängen.

Wesentliches Regelungsziel dieser kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften ist es, einen einheitlichen Rechnungslegungsstandard für Emittenten von Vermögensanlagen zu schaffen, der unabhängig davon ist, **in welcher Rechtsform der Emittent** am Rechtsverkehr teilnimmt sowie auch unabhängig davon ist, ob der Emittent im Inland oder im Ausland seinen Sitz hat. Die kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften setzen ebenso vereinheitlichend voraus, dass die Rechnungslegung eines Emittenten einer Vermögensanlage von einem Abschlussprüfer geprüft wird, selbst wenn der Emittent nach Handelsrecht nicht gemäß § 316 HGB prüfungspflichtig ist.

Wesentliches Regelungsziel dieser kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften ist es, einen einheitlichen Rechnungslegungsstandard für Emittenten von Vermögensanlagen zu schaffen,

Nachfolgend sollen zunächst die wesentlichen **kapitalmarktrechtlichen Anforderungen** an die jährliche Finanzberichterstattung eines Emittenten einer Vermögensanlage dargestellt werden. Hierbei soll insbesondere auf die Unterschiede der Finanzberichterstattung eingegangen werden, die von der Rechtsform des Emittenten abhängen. Sodann soll untersucht werden, welche Rechtsfolgen mit einer unrichtigen Finanzberichterstattung verbunden sind.

2.2. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an die jährliche Finanzberichterstattung

Grundlage der jährlichen Finanzberichterstattung des Emittenten einer Vermögensanlage sind die **Rechnungslegungsvorschriften** der §§ 23 ff. VermAnlG, die die handelsrechtlichen Bestimmungen zur Aufstellung, Feststellung und Prüfung eines Jahresabschlusses und Lageberichts in vielen Details modifizieren.

Grundlage der jährlichen Finanzberichterstattung des Emittenten einer Vermögensanlage sind die Rechnungslegungsvorschriften der §§ 23 ff. VermAnlG, die die handelsrechtlichen Bestimmungen zur Aufstellung, Feststellung und Prüfung eines Jahresabschlusses und Lageberichts in vielen Details modifizieren.

a) Rechnungslegungsvorschriften des VermAnlG als lex specialis

Die kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften gehen dabei als lex specialis den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften der §§ 264 ff. HGB grundsätzlich vor. Insoweit wird mit dem VermAnlG **das Regelungsziel** verfolgt, einheitliche Rechnungslegungsanforderungen für alle Emittenten von Vermögensanlagen zu schaffen.

Das Verhältnis der vorgenannten Rechnungslegungsvorschriften zueinander ist darüber hinaus auch durch den **Grundsatz der Subsidiarität** gekennzeichnet. Das bedeutet, dass das VermAnlG eine Doppelbelastung insoweit zu vermeiden sucht, als dass der Emittent von Vermögensanlagen, der bereits einen Jahresabschluss nach Handelsrecht zu erstellen und offenzulegen hat, nicht noch gesondert einen Jahresbericht nach § 23 VermAnlG erstellen muss. Vielmehr kann ein solcher Emittent den nach Handelsrecht sowieso zu erstellenden Jahresabschluss und Lagebericht - modifiziert durch bestimmte Anforderungen (§ 24 VermAnlG) und geprüft durch einen Abschlussprüfer (§ 25 VermAnlG) - offenlegen.

Das Zusammenspiel zwischen den Bestimmungen des **VermAnlG und des HGB** ist dabei in der Praxis nicht immer leicht nachzuvollziehen, da die §§ 23 ff. VermAnlG zahlreiche Verweise auf die handelsrechtlichen Bestimmungen vornehmen und die Gesetzesverweise auch nicht immer ganz stringent sind.

b) Form der Finanzberichterstattung

Einen gesonderten Jahresbericht nach § 23 VermAnlG haben nur diejenigen Emittenten von Vermögensanlagen zu erstellen, die nicht bereits nach den Vorschriften des HGB verpflichtet sind, einen Jahresabschluss zu erstellen und offenzulegen. Nach den §§ 264a Abs. 1, 325 HGB sind alle **Kapitalgesellschaften** (zum Beispiel GmbH oder AG) und haftungsbeschränkten Personenhandelsgesellschaften (zum Beispiel GmbH & Co. KG) zur handelsrechtlichen Offenlegung verpflichtet, so dass die Mehrzahl der Emittenten von Vermögensanlagen keinen gesonderten Jahresbericht zu erstellen haben.

Nach den §§ 264a Abs. 1, 325 HGB sind alle Kapitalgesellschaften (zum Beispiel GmbH oder AG) und haftungsbeschränkten Personenhandelsgesellschaften (zum Beispiel GmbH & Co. KG) zur handelsrechtlichen Offenlegung verpflichtet, so dass die Mehrzahl der Emittenten von Vermögensanlagen keinen gesonderten Jahresbericht zu erstellen haben.

Dementsprechend haben nur die nicht **haftungsbeschränkten Personenhandelsgesellschaften** (zum Beispiel OHG oder KG), Einzelkaufleute und Gesellschaften bürgerlichen Rechts (GbR) einen gesonderten Jahresbericht zu erstellen, der sich aus **einem geprüften Jahresabschluss und Lagebericht**, aus einem **Bilanzeid** und der **Bestätigungen des Abschlussprüfers** zusammensetzt (§ 23 Abs. 2 VermAnlG).

In der Praxis handelt es sich bei den Emittenten von Vermögensanlagen in der Mehrzahl der Fälle um Kapitalgesellschaften (GmbH oder AG) oder um haftungsbeschränkte Personenhandelsgesellschaften (GmbH & Co. KG). Aus diesem Grund stellt der Jahresbericht als Form der Finanzberichterstattung in der Praxis vielmehr eine Ausnahmebestimmung mit Auffangcharakter dar.

c) Finanzberichterstattung durch geprüften Jahresabschluss und Lagebericht

Wie zuvor ausgeführt müssen alle Kapitalgesellschaften und haftungsbeschränkten Personenhandelsgesellschaften **keinen gesonderten Jahresbericht** erstellen. Gegenstand der Finanzberichterstattung dieser Emittenten ist der festgestellte und geprüfte Jahresabschluss und Lagebericht samt Bestätigungsvermerk (oder Versagungsvermerk) des Abschlussprüfers und gegebenenfalls der Bericht des Aufsichtsrats sowie die DCGK-Erklärung gemäß § 161 AktG im Fall einer Börsennotierung. Handelt es sich bei dem Emittenten der Vermögensanlage um einen Konzern nach § 290 HGB, so ist dieser Emittent zur Offenlegung des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts verpflichtet.

Gegenstand der Finanzberichterstattung dieser Emittenten ist der festgestellte und geprüfte Jahresabschluss und Lagebericht samt Bestätigungsvermerk (oder Versagungsvermerk) des Abschlussprüfers.

aa) Jahresabschluss

Der Jahresabschluss setzt sich aus einer Bilanz und einer Gewinn- und Verlustrechnung zusammen (§§ 264, 264a HGB). In der Bilanz sind das Anlage- und Umlaufvermögen, das Eigenkapital, die Schulden und die Rechnungsabgrenzungsposten gesondert auszuweisen und aufzugliedern. Die Bilanz ist in Kontoform zu erstellen und entsprechend dem Gliederungsschema des § 266 Abs. 2 HGB in Bilanzposten auf der Aktiv- und Passivseite zu gliedern. Die Gewinn- und Verlustrechnung ist in Staffelform nach dem Gesamtkostenverfahren oder dem Umsatzkostenverfahren aufzustellen und in einzelne Posten entsprechend dem Gliederungsschema des § 275 Abs. 2 HGB aufzugliedern.

Der Jahresabschluss muss dabei unter Beachtung der **Grundsätze**

ordnungsgemäßer Buchführung ein den **tatsächlichen** Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vermitteln, gegebenenfalls ergänzt durch zusätzliche Angaben im Anhang.

Nach den handelsrechtlichen Bestimmungen ist der Jahresabschluss um einen Anhang zu erweitern, der Bestandteil des Jahresabschlusses ist. Der Anhang erläutert dabei den Jahresabschluss und enthält bestimmte Pflichtangaben. Die Vermittlung eines den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bildes der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage kann erst durch die Angaben im Anhang sinnvollerweise erfolgen.

bb) Lagebericht

Der Lagebericht, der zusätzliche Informationen zu Geschäftsverlauf und Lage der Kapitalgesellschaft beziehungsweise der haftungsbeschränkten Personenhandelsgesellschaft enthält, ist nicht - wie der Anhang - Teil des Jahresabschlusses. Im **Lagebericht sind der Geschäftsverlauf** einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Gesellschaft so darzustellen, dass ein den **tatsächlichen Verhältnissen** der Gesellschaft entsprechendes Bild vermittelt wird.

Im Lagebericht sind der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Gesellschaft so darzustellen, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen der Gesellschaft entsprechendes Bild vermittelt wird.

Der Lagebericht muss dabei eine ausgewogene und umfassende Analyse des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft enthalten. Hierbei sind die für die Geschäftstätigkeit bedeutsamsten finanziellen Leistungsfaktoren einzubeziehen und unter Bezugnahme auf die im Jahresabschluss ausgewiesenen Beträge und Angaben zu erläutern. Wesentlich für den Lagebericht sind dabei bestandsgefährdende Unternehmensrisiken sowie Risiken mit einem wesentlichen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens.

Der Lagebericht muss dabei eine ausgewogene und umfassende Analyse des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft enthalten.

cc) Bestätigungsvermerk oder Versagungsvermerk des Abschlussprüfers

Auch wenn nach Handelsrecht kleine Kapitalgesellschaften und Kleinstkapitalgesellschaften nicht gem. § 316 HGB prüfungspflichtig sind, sieht § 25 VermAnlG insoweit eine spezialgesetzliche Prüfungspflicht für alle Emittenten von Vermögensanlagen - und zwar unabhängig von den Größenkriterien der §§ 267, 267a HGB - vor. Insoweit geht § 25 VermAnlG als lex specialis vor und dient dem Regelungsziel, einen einheitlichen **Rechnungslegungsstandards** für alle Emittenten von Vermögensanlagen zu schaffen. Daher ist der Bestätigungs- oder Versagungsvermerk des Abschlussprüfers gleichfalls offenzulegen.

c) Finanzberichterstattung durch Jahresbericht

Nicht haftungsbeschränkte Personenhandelsgesellschaften (zum Beispiel OHG oder KG), Einzelkaufleute und Gesellschaften bürgerlichen Rechts (GbR), die nach Handelsrecht nicht einen Jahresabschluss offenzulegen haben, sind als Emittenten von Vermögensanlagen zur Finanzberichterstattung durch Offenlegung eines Jahresberichts verpflichtet (§ 23 Abs. 1 VermAnlG).

Der Regelungszweck des § 23 VermAnlG ergibt sich daraus, dass zum Schutz der Anleger alle Emittenten von Vermögensanlagen unabhängig von ihrer Rechtsform und ihrer Rechnungslegungspflicht nach Handelsrecht einem einheitlichen Rechnungslegungsstandard unterliegen sollen. Zudem stellt diese Bestimmung sicher, dass auch **ausländische Emittenten** von Vermögensanlagen zur Jahresberichterstellung verpflichtet sind, selbst wenn sie nach

ihrem jeweiligen Sitzstaat keinen oder geringeren Rechnungslegungsstandards unterliegen.

Der Jahresbericht des VermAnlG besteht danach aus einem nach den Rechnungslegungsvorschriften für Kapitalgesellschaften aufgestellten und geprüften Jahresabschluss und Lagebericht, eine den Vorgaben der §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5 HGB entsprechenden Erklärung der gesetzlichen Vertreter des Emittenten der Vermögensanlage (sogenannter Bilanzeid) sowie der Bestätigung des Abschlussprüfers nach § 25 VermAnlG.

aa) Geprüfter Jahresabschluss und Lagebericht

Wesentliches Element des Jahresberichts ist ein nach § 24 VermAnlG geprüfter Jahresabschluss.

Wesentliches Element des Jahresberichts ist ein nach § 24 VermAnlG **geprüfter Jahresabschluss**. Der Jahresabschluss besteht wiederum aus Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung und ist um einen Anhang zu ergänzen. Der Jahresbericht muss neben dem Jahresabschluss einen Lagebericht des Emittenten der Vermögensanlage enthalten. Insoweit kann auf die vorstehenden Erläuterungen verwiesen werden.

bb) Bilanzeid

Über den Jahresabschluss und den Lagebericht hinaus muss der Jahresbericht eine den Vorgaben der §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5 HGB entsprechenden **Erklärung der gesetzlichen Vertreter** des Emittenten der Vermögensanlage (sogenannter Bilanzeid) enthalten. Nach diesen Vorschriften haben die gesetzlichen Vertreter bei der Unterzeichnung des Jahresabschlusses schriftlich zu versichern, dass der Jahresabschluss nach bestem Wissen unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz - und Ertragslage der Gesellschaft vermittelt und im Lagebericht der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Gesellschaft entsprechend dargestellt sind beziehungsweise andernfalls zusätzliche Angaben über besondere Umstände enthält.

Nach diesen Vorschriften haben die gesetzlichen Vertreter bei der Unterzeichnung des Jahresabschlusses schriftlich zu versichern, dass der Jahresabschluss nach bestem Wissen unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz - und Ertragslage der Gesellschaft vermittelt.

cc) Bestätigungsvermerk oder Versagungsvermerk des Abschlussprüfers

Der vom Abschlussprüfer anzufertigende Bestätigungs- oder Versagungsvermerk ist selbstständiger Bestandteil des Jahresberichts (§ 23 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG) und ist deshalb gleichfalls offenzulegen.

2.3 Rechtsfolgen unrichtiger Finanzberichterstattung

Die zuvor dargestellte Finanzberichterstattung der Emittenten von Vermögensanlagen – entweder mittels handelsrechtlicher Rechnungslegung oder (ersatzweise) mittels eines Jahresberichts - können aus vielfältigen Gründen unrichtig oder unvollständig sein und ein unzutreffendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten vermitteln. In diesen Fällen stellt sich die Frage, welche Rechtsfolgen eine solche unrichtige Finanzberichterstattung nach sich zieht.

a) Nachtragspflicht (§ 11 VermAnlG)

Die Fehlerhaftigkeit der Rechnungslegung kann zunächst für den Anbieter der Vermögensanlage eine **Nachtragspflicht** nach § 11 VermAnlG begründen, wenn der Verkaufsprospekt zwar gebilligt, aber die Fehlerhaftigkeit der Rechnungslegung noch im Zeitraum des öffentlichen Angebots festgestellt worden ist.

Die Nachtragspflicht verlangt, dass sowohl erkannte wesentliche Unrichtigkeiten als auch neue wichtige Umstände in einem Nachtrag zum Verkaufsprospekt veröffentlicht werden. Denkbare Beispiele hierfür sind Umstände, die sich negativ auf die **Bonität oder die Renditeaussichten** des Emittenten auswirken.

b) Ad-hoc-Publizitätspflicht (§ 11a VermAnlG)

Nach dem Ende des öffentlichen Angebots kommt eine Veröffentlichungspflicht nach § 11a VermAnlG (sogenannte Ad-hoc-Publizitätspflicht) in Betracht, wenn der **festgestellte Fehler** in der Rechnungslegung dazu führt, die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber den Anlegern erheblich zu beeinträchtigen.

§ 11a VermAnlG verlangt von dem Emittenten einer Vermögensanlage nach Beendigung des öffentlichen Angebots, dass dieser jede Tatsache, die sich auf ihn oder auf die Vermögensanlage unmittelbar bezieht und nicht öffentlich bekannt ist, **unverzüglich** zu veröffentlichen, wenn diese Tatsache geeignet ist, die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtung gegenüber den Anleger erheblich zu beeinträchtigen.

c) Sonderprüfungsrecht der BaFin (§ 24 Abs. 5 VermAnlG)

Wenn konkrete Anhaltspunkte – zum Beispiel aufgrund von Eingaben Dritter - für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen, kann die BaFin eine Prüfung der Rechnungslegung des Emittenten der betreffenden Vermögensanlage anordnen. Dieses Sonderprüfungsrecht der BaFin bezweckt die Durchsetzung einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung und des staatlichen Strafanspruchs.

Erforderlich sind hierfür konkrete Anhaltspunkte für einen **Verstoß des Emittenten** einer Vermögensanlage gegen Rechnungslegungsvorschriften. Nicht ausreichend sind bloße Vermutungen, Spekulationen oder Hypothesen, wohl aber ein versagter oder eingeschränkter Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers.

d) Ordnungswidrigkeit (§ 30 VermAnlG)

Das VermAnlG ahndet Verstöße gegen die Rechnungslegungsvorschriften über den Jahresabschluss und den Lagebericht mit einer Geldbuße von bis zu 50.000,00 Euro (§ 30 VermAnlG). Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass Verstöße des Emittenten gegen grundlegende handelsrechtliche Bestimmungen im Zusammenhang mit der Aufstellung oder Feststellung des Jahresabschlusses, des Lageberichts oder im Zusammenhang mit bestimmten Anforderungen bei der Offenlegung durch Bußgeld durch das Bundesamt für Justiz geahndet werden können.

e) Schadensersatzanspruch des einzelnen Anlegers?

Schließlich stellt sich die Frage, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang ein fehlerhafter Jahresabschluss/Lagebericht beziehungsweise ein fehlerhafter Jahresbericht einen Schadensersatzanspruch eines individuellen Anlegers begründen kann. **Ein denkbarer Schaden des Anlegers** könnte etwa darin bestehen, dass ein Anleger eine Vermögensanlage zu einem überhöhten Marktpreis kauft beziehungsweise seine Vermögensanlage zu einem zu niedrigen Marktpreis verkauft, weil der Verkaufspreis noch nicht die richtigen Finanzinformationen berücksichtigt hatte.

Wenn konkrete Anhaltspunkte – zum Beispiel aufgrund von Eingaben Dritter - für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen, kann die BaFin eine Prüfung der Rechnungslegung des Emittenten der betreffenden Vermögensanlage anordnen.

aa) Prospekthaftung bei fehlerhaftem Verkaufsprospekt (§ 20 VermAnlG)

Enthält ein Verkaufsprospekt **unrichtige Finanzinformationen**, so kann sich unter den Voraussetzungen des § 20 VermAnlG ein Prospekthaftungsanspruch des Anlegers gegen den oder die Prospektverantwortlichen ergeben.

Nach § 10 Abs. 4 VermVerkProspV sind im Prospekt die voraussichtliche Vermögens-, Finanz-und Ertragslage des Emittenten für das laufende und das folgende Geschäftsjahr darzustellen. Die Darstellung im Prospekt erfolgt dabei durch eine **Planbilanz** (Vermögenslage), durch eine **Plan-Cash-Flow-Rechnung** oder eine **Liquiditätsprognose** (Finanzlage) sowie durch eine Plan-Gewinn-und Verlustrechnung (Ertragslage). Größenabhängig in Sinne von § 267 HGB ist dann noch eine Kapitalflussrechnung zu erstellen und in dem Verkaufsprospekt aufzunehmen.

Da die vorstehenden Planzahlen auf den vergangenen Finanzinformationen des Jahresabschlusses beziehungsweise Lageberichts des Emittenten beruhen, kann eine Fehlerhaftigkeit dieser Rechnungslegung einen zum Schadensersatz führenden Prospektfehler begründen.

Da die vorstehenden Planzahlen auf den vergangenen Finanzinformationen des Jahresabschlusses beziehungsweise Lageberichts des Emittenten beruhen, kann eine Fehlerhaftigkeit dieser Rechnungslegung einen zum Schadensersatz führenden Prospektfehler begründen. Insoweit hat die richtige und vollständige Darstellung der wirtschaftlichen Grundlagen im Verkaufsprospekt die Gerichte in der Vergangenheit immer wieder beschäftigt.

Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Prospekthaftung nach § 20 VermAnlG nur dann als Rechtsgrundlage für einen **Schadensersatzanspruch** des Anlegers in Betracht kommt, wenn der dem Verkaufsprospekt zugrunde liegende Jahresabschluss beziehungsweise Lagebericht unrichtig ist und der Anleger daher durch den Prospekt vor der Zeichnung der Vermögensanlage fehlerhaft aufgeklärt worden ist.

bb) Schadensersatzhaftung bei unrichtiger jährlicher Finanzberichterstattung?

Von der vorstehenden Prospekthaftung nach § 20 VermAnlG ist die Frage der Haftung für eine unrichtige jährliche Finanzberichterstattung zu unterscheiden, das heißt ob zum Beispiel ein unrichtiger Jahresabschluss nach dem Ende des öffentlichen Angebots einen Schadensersatzanspruch des einzelnen Anlegers begründen kann.

Das VermAnlG sieht keine spezielle Haftungsnorm für eine unrichtige jährliche Finanzberichterstattung vor.

(1) Keine spezialgesetzliche Haftungsgrundlage

Das VermAnlG sieht keine spezielle Haftungsnorm für eine unrichtige jährliche Finanzberichterstattung vor. Die **kapitalmarktrechtlichen** Rechnungslegungsvorschriften der §§ 23 ff. VermAnlG sehen keine Haftungsnorm vor, die eine Schadensersatzverpflichtung des Emittenten der Vermögensanlage begründen.

(2) Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB

Denkbar wäre ein Schadensersatzanspruch eines Anlegers aus dem Gesichtspunkt des Verstoßes gegen ein sogenanntes Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB. Voraussetzung eines solchen Schadensersatzanspruchs wäre, dass die Vorschriften zur kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegung (§§ 23 ff. VermAnlG) als Schutzgesetze im Sinne der vorstehenden **deliktischen Haftungsnorm** zu qualifizieren wären. Dann müssten die kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsbestimmungen auch dem Schutz des einzelnen Anlegers dienen (sogenannte drittschützende Normen) und dem Anleger müsste durch die unrichtige Finanzberichterstattung ein adäquat-kausaler Schaden entstanden sein.

Da ein unrichtiger oder unvollständiger Finanzbericht (zum Beispiel ein unrichtiger Jahresabschluss oder Jahresbericht) – wie zuvor dargestellt - eine Nachtragspflicht (§ 11 VermAnlG), eine Ad-hoc-Publizitätspflicht (§ 11a VermAnlG), eine Ordnungswidrigkeit (§ 30 VermAnlG) sowie ein Sonderprüfungsrecht der BaFin (§ 24 Abs. 5 VermAnlG) begründen kann, ließe sich ein **Schutzgesetzcharakter** auf den ersten Blick durchaus bejahen. Konsequenz dieser Rechtsauffassung wäre, dass bereits für eine fahrlässig falsche Finanzberichterstattung auf Schadensersatz gegenüber dem einzelnen Anleger gehaftet würde.

Aus meiner Sicht sprechen aber die besseren Argumente dafür, den Schutz des einzelnen Anlegers im Fall der unrichtigen Finanzberichterstattung als typische reflexartige Folge der verbesserten gesetzlichen Transparenzbestimmungen anzusehen. Insoweit dienen die kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften der §§ 23 ff. VermAnlG der Sicherung des Kapitalmarkts durch richtige und vollständige **Finanzinformationen** und nicht auch dem individuellen Schutz des einzelnen Anlegers.

Nach der hier vertretenen Rechtsauffassung begründet ein fahrlässig falscher Jahresabschluss oder Jahresbericht keinen Schadensersatzanspruch des einzelnen Anlegers nach § 823 Abs. 2 BGB. Ist dem Emittenten allerdings ein vorsätzlich **falscher Jahresabschluss** oder Jahresbericht vorzuhalten, kann sich eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB aus den Straftatbeständen des § 263 StGB (Betrug) und § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) ergeben, weil diese Normen nach allgemeiner Meinung Schutzgesetzcharakter haben.

Ist dem Emittenten allerdings ein vorsätzlich falscher Jahresabschluss oder Jahresbericht vorzuhalten, kann sich eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB aus den Straftatbeständen des § 263 StGB (Betrug) und § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) ergeben,

(3) Haftung nach § 826 BGB

Schließlich kommt noch denklogisch eine Haftung aus dem Gesichtspunkt der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung gemäß § 826 BGB in Betracht. Nach dieser deliktischen Haftungsnorm kann sich ein Schadensersatzanspruch des Anlegers nur dann ergeben, wenn sich die unrichtige Finanzberichterstattung (zum Beispiel ein unrichtiger Jahresabschluss oder Jahresbericht) als „vorsätzliche sittenwidrige Schädigung“ qualifizieren lässt und dem Anleger hierdurch ein entsprechender adäquat-kausaler Schaden entstanden ist.

In den Fällen einer bloßen fahrlässigen unrichtigen Finanzberichterstattung dürfte im Regelfall keine **„vorsätzliche sittenwidrige Schädigung“** zu erblicken sein. Etwas anderes dürfte aber dann gelten, wenn der Jahresabschluss beziehungsweise Jahresbericht von dem Emittenten einer Vermögensanlage vorsätzlich gefälscht oder in sonstiger Weise vorsätzlich manipuliert worden ist. Diese Fälle dürften dann jedoch wohl eher dem Kapitalanlagebetrug näher stehen, in denen im Regelfall eine Haftung des Emittenten nach § 826 BGB angenommen werden kann.

3. Anforderungen an einen Lagebericht im Kapitalanlagerecht

Autor: Dr. Ingo Janert

Die aufsichtsrechtlichen Transparenzanforderungen sowohl für Investmentvermögen als auch für Vermögensanlagen wurden in den vergangenen Jahren durch die Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) und die Novellierung des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) neu gefasst. Die rechtlichen Anforderungen an einen Lagebericht nach den Bestimmungen des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) und des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) sind rechtstechnisch sehr vergleichbar ausgestaltet worden.

Die rechtlichen Anforderungen an einen Lagebericht nach den Bestimmungen des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) und des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) sind rechtstechnisch sehr vergleichbar ausgestaltet worden.

Grundlage der Erstellung des Lageberichts ist in beiden Fällen die Bestimmung des § 289 Handelsgesetzbuch (HGB). Durch den Lagebericht soll in beiden Fällen **Rechenschaft** über die Verwendung der **anvertrauten Ressourcen** im Berichtszeitraum abgelegt werden. Im Lagebericht sind gemäß § 289 HGB der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Gesellschaft so darzustellen, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird. Der Lagebericht hat eine ausgewogene und umfassende, dem Umfang und der Komplexität der Geschäftstätigkeit entsprechende Analyse des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft zu enthalten. In die Analyse sind die für die Geschäftstätigkeit **bedeutsamsten finanziellen Leistungsindikatoren** einzubeziehen und unter Bezugnahme auf die im Jahresabschluss ausgewiesenen Beträge und Angaben zu erläutern. Ferner ist im Lagebericht die voraussichtliche Entwicklung mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern.

Die Vergleichbarkeit der beiden Lageberichte zeigt sich auch an den Offenlegungsbestimmungen für im abgelaufenen Geschäftsjahr gezahlte Vergütungen.

Die Vergleichbarkeit der beiden Lageberichte zeigt sich auch an den Offenlegungsbestimmungen für im abgelaufenen Geschäftsjahr gezahlte Vergütungen. Nach § 24 Abs. 1 S. 3 VermAnlG hat der Lagebericht des Emittenten einer Vermögensanlage die Gesamtsumme der im abgelaufenen Geschäftsjahr vom Emittenten gezahlten Vergütungen offenzulegen, aufgeteilt nach festen und variablen Vergütungen (§ 24 Abs. 1 S. 3 Nr. 1 VermAnlG) und nach Führungskräften und Mitarbeitern, deren berufliche Tätigkeit sich wesentlich auf das Risikoprofil des Emittenten auswirkt (sogenannte Risikoträger, § 24 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 VermAnlG). Die danach im Lagebericht darzustellenden Gesamtsummen der gezahlten Vergütungen bezwecken, dem Anleger die **Chancen- und Risikoverteilung offenzulegen**. Insbesondere soll der Anleger über außerordentliche Gewinnbeteiligungen - etwa von Anbietern, Treuhändern oder Geschäftsführern - informiert werden. Entsprechende Offenlegungsregelungen für im abgelaufenen Geschäftsjahr gezahlte Vergütungen sieht auch das KAGB für die Jahresberichte von Investmentgesellschaften vor (§§ 158, 135 Abs. 7 KAGB sowie § 148 Abs. 1, 120 Abs. 6 i.V.m. § 101 Abs. 3 Nr. 1 KAGB).

Hintergrund dieser recht neuen aufsichtsrechtlichen Transparenzanforderungen war es, dass nach Einschätzung vieler Fachleute die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 vor allem auch dadurch verursacht wurden, dass durch **hohe variable Vergütungskomponenten** die Entscheidungsträger zum Eingehen **übermäßiger Risiken** verleitet wurden. Im Zuge der G20-Beschlüsse wurden zunächst Vorschläge für die Vergütungspraxis von Finanzinstituten gemacht, die dann aber auch Eingang im Fondsbereich und im Bereich der Vermögensanlagen gefunden haben. Noch vor der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Gestalt des KAGB hat der deutsche Gesetzgeber die Transparenzanforderungen für Emittenten von Vermögensanlagen in § 24 VermAnlG gesetzlich normiert.

Teil III - ZENTRALE ANLEGERSCHUTZ-THEMEN – WAS GILT HEUTE?

1. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Anlegerschutz Seite 54

Autor: Dr. Gunter Reiff

1.1 Kollektiver Verbraucherschutz nach dem Selbstverständnis der BaFin

1.2 Verfolgung unerlaubter Geschäfte

1.3 Produktintervention

2. Anlageberatung nach der Regulierung – Wie sieht diese heute aus? Seite 58

Autor: Oliver Renner

2.1 Wie muss ein Anleger beim Erwerb von Fonds beraten werden?

2.2 Geeignetheit der Produkte

2.3 Wer darf überhaupt beraten/vermitteln?

2.4 Was kann bei der Beratung schieflaufen?

2.4.1 Darlegungs- und Beweislastverteilung

2.4.2 Besonderheiten bei Beraterhaftungsprozessen

2.4.3 Substantiierter Vortrag des Anlegers?

2.4.4 Sekundäre Darlegungslast beim Berater

2.4.5 Beweislast des Beraters

2.4.6 Beweisführung ohne Zeugen zum Beratungsgespräch

3. Welche Informationsquellen über die jeweiligen Anlagen gibt es? Seite 66

Autorin: Lissie Goldbach

3.1 Prospekt beziehungsweise Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, VIB

3.2 PRIIPs und BIB

3.3 Zielmarktbestimmung

3.4 Kostentransparenz

3.5 Inwieweit ist Werbung belastbar und eine zuverlässige Quelle? Was ist erlaubt, was ist verboten?

4. Welche Informationsquellen über den Markt und die Rechtslage gibt es? Seite 81

Autor: Peter Mattil

4.1 Die Emittenten selbst

4.2 BaFin

4.3 Gesetzgebung

4.4 Websites der Anwälte

4.5 Presse

5. Was ist MiFID II? Seite 83

Autor: Daniel Berger

5.1 Umsetzung der MiFID II in Deutschland

5.2 Wichtigste Neuerungen beim Anlegerschutz

1. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Anlegerschutz

Autor: Dr. Gunter Reiff

„Die Bundesanstalt ist innerhalb ihres gesetzlichen Auftrags auch zum Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen verpflichtet“.

„Die Bundesanstalt ist innerhalb ihres gesetzlichen Auftrags auch zum Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen verpflichtet“ – dieses Aufsichtsziel der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist seit dem Jahr 2015 in § 4 Abs. 1a Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz festgeschrieben. Danach gehört der kollektive Verbraucherschutz und somit der kollektive Anlegerschutz auch zu den Zielen der BaFin. Der **Anlegerschutz** ist nicht das Hauptziel der BaFin, sondern eines von mehreren Zielen, die sie durch ihre Arbeit erreichen soll. Nachfolgend werden zunächst die Grenzen des kollektiven Verbraucherschutzes gemäß dem Selbstverständnis der BaFin dargestellt, bevor einige ausgewählte Instrumente beschrieben werden, wie die BaFin anlegerschützend tätig werden kann.

1.1 Kollektiver Verbraucherschutz nach dem Selbstverständnis der BaFin

Auf der Homepage der BaFin finden sich zahlreiche Beiträge, in denen die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse im Bereich des kollektiven Verbraucherschutzes beschreibt. Es wird stets betont, dass der kollektive Verbraucherschutz nicht dazu dient, einzelne Anleger zu schützen, sondern die **„Gesamtheit der Verbraucher am Finanzmarkt“**. Daher können einzelne Anleger, die bei einer Kapitalanlage Geld verloren haben, auch keine Ansprüche gegen die BaFin geltend machen mit der Begründung, die Aufsicht hätte versagt.

Die BaFin weist außerdem darauf hin, dass sie keine lückenlosen „Qualitätskontrollen“ von Anlageprodukten durchführt.

Die BaFin weist außerdem darauf hin, dass sie keine lückenlosen „Qualitätskontrollen“ von Anlageprodukten durchführt. Die Tatsache, dass die BaFin ein Produkt nicht beanstandet, bedeutet daher nicht, dass es sich um ein besonders gutes oder sicheres Finanzprodukt handelt. Dies zeigt sich insbesondere bei der Genehmigung von Verkaufsprospekten für geschlossene Investmentvermögen und Vermögensanlagen. Im Rahmen des Genehmigungsverfahrens prüft die BaFin, ob die Verkaufsprospekte die gesetzlich vorgeschriebenen Angaben enthalten. Sie prüft nicht, ob diese Angaben zutreffend sind, und sie prüft auch nicht, ob das jeweilige Investitionsmodell sinnvoll und plausibel ist. Zwar kommt es in der Praxis durchaus vor, dass die Mitarbeiter der BaFin einzelne Aussagen im Verkaufsprospekt beim Initiator kritisch hinterfragen und teilweise auch eigene Berechnungen zur **Prüfung der Prospektangaben** durchführen. Interessenten können sich jedoch nicht darauf verlassen, dass sämtliche Angaben im Verkaufsprospekt von der BaFin inhaltlich geprüft worden sind.

Interessenten können sich jedoch nicht darauf verlassen, dass sämtliche Angaben im Verkaufsprospekt von der BaFin inhaltlich geprüft worden sind.

Ein wesentlicher Bestandteil des kollektiven Verbraucherschutzes ist für die BaFin die Aufklärung und Information der Anleger. Dadurch sollen die Anleger nach dem Willen der BaFin befähigt werden, **„eigenverantwortlich und informiert Entscheidungen zu treffen, ohne bevormundet zu werden“**. So versucht die BaFin auf ihrer Homepage mit umfassenden Erläuterungen zu verschiedenen Finanzprodukten und Versicherungen die finanzielle Allgemeinbildung zu erhöhen. Neben diesen allgemeinen Informationen veröffentlicht die BaFin auch Stellungnahmen zu aktuellen Themen. Im November 2017 warnte die BaFin beispielsweise vor den Risiken im Zusammenhang mit Initial Coin Offers (ICOs). Diese

Warnungen werden regelmäßig von den Medien aufgegriffen, so dass auch Verbraucher, die nicht die Homepage der BaFin besuchen, von den Warnungen erfahren können.

Zu den schärfsten verbraucherschützenden Werkzeugen der BaFin gehören ihre Befugnisse bei der Verfolgung unerlaubter Geschäften sowie im Rahmen der Produktintervention. Diese beiden Aspekte werden nachfolgend dargestellt.

1.2 Verfolgung unerlaubter Geschäfte

Nahezu sämtliche Finanzgeschäfte, insbesondere das Einlagengeschäft, das Kreditgeschäft aber auch die Verwaltung von Investmentvermögen bedürfen der vorherigen schriftlichen Erlaubnis der BaFin. Die Erlaubnis wird nur erteilt, wenn nachgewiesen wird, dass die **jeweiligen gesetzlichen Anforderungen** an die einzelnen Finanzgeschäfte erfüllt sind. Durch den Erlaubnisvorbehalt wird somit die Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Regelungen gewährleistet.

Wenn erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte ohne die erforderliche Erlaubnis betrieben werden, kann die BaFin die Fortsetzung des unerlaubten Betriebs untersagen und die Abwicklung der laufenden Geschäfte anordnen. **Die Abwicklung kann durch von der BaFin** eingesetzte **Abwickler** erfolgen, wenn davon ausgegangen werden muss, dass die ursprünglichen Betreiber die Abwicklung nicht ordnungsgemäß durchführen werden. Die Untersagungs- und Abwicklungsverfügungen werden auf der Homepage der BaFin veröffentlicht, so dass die Allgemeinheit über konkrete unerlaubte Geschäftspraktiken informiert und gewarnt wird.

Wenn erlaubnispflichtige Finanzgeschäfte ohne die erforderliche Erlaubnis betrieben werden, kann die BaFin die Fortsetzung des unerlaubten Betriebs untersagen und die Abwicklung der laufenden Geschäfte anordnen.

Für den Anlegerschutz sind insbesondere Einstellungsverfügungen bezüglich unerlaubter Einlagengeschäft und unerlaubter Investmentgeschäfte relevant. Die Veröffentlichungen der BaFin zeigen, dass offensichtlich gar nicht selten unseriöse Unternehmen oder auch Einzelpersonen Gelder von Dritten mit dem Versprechen einwerben, diese Gelder gewinnbringend anzulegen. In den ersten Monaten des Jahres 2018 wurden **Einstellungsverfügungen** unter anderem gegen die „Celestial Trading Ltd.", ansässig in Mahe auf den Seychellen, die „Luxembourg Offshore Banking Ltd.", angeblich ansässig in Hongkong und/oder in Australien und die „Capital Force Ltd.", ansässig in Apia auf Samoa ausgesprochen. Die Namen und die Firmensitze dieser Unternehmen lassen vermuten, dass es weiterhin – trotz der Aufklärungs- und Informationsbemühungen der BaFin – viele Anleger gibt, die bei ihren Anlageentscheidungen keine vertieften Nachforschungen über die jeweiligen Anbieter anstellen.

Die BaFin kann bei einem konkreten Verdacht **Hausdurchsuchungen** zur Aufklärung von Sachverhalten und zur Beweissicherung anordnen, die bei Gefahr im Verzug sogar ohne vorherige richterliche Anordnung durchgeführt werden können. Doch sind derartige Maßnahmen erst möglich, wenn die BaFin Informationen über unerlaubte Geschäfte erhalten hat. Häufig wenden sich betroffene Anleger erst dann an die BaFin, **wenn sie Gelder bereits verloren haben**. Zu diesem Zeitpunkt sind die Maßnahmen der BaFin häufig zu spät. Denn im Rahmen der Abwicklung zeigt sich, dass die investierten Gelder bei dem betroffenen Unternehmen oder der betroffenen Person nicht mehr vollständig vorhanden sind. Die Einstellungsverfügung der BaFin kann in diesen Fällen also nur für die Zukunft Anleger schützen, während die bereits investierten An-

Die BaFin kann bei einem konkreten Verdacht Hausdurchsuchungen zur Aufklärung von Sachverhalten und zur Beweissicherung anordnen,

leger die Verluste tragen müssen.

1.3 Produktintervention

Damit kann die BaFin die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von bestimmten Finanzprodukten beschränken oder sogar verbieten,

Die systematische Neuerung der Produktinterventions-Regelungen besteht darin, dass die BaFin nunmehr gegen einzelne konkrete Produkte vorgehen kann!

Seit dem Jahr 2015 hat die BaFin die Befugnis zur Produktintervention (§ 15 Wertpapierhandelsgesetz, § 18 Vermögensanlagengesetz). Damit kann die BaFin die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von bestimmten Finanzprodukten beschränken oder sogar verbieten, wenn diese erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwerfen oder eine Gefahr für die Stabilität und Integrität des Finanzsystems oder des Finanzmarktes darstellen. **Die systematische Neuerung** der Produktinterventions-Regelungen besteht darin, dass die BaFin nunmehr gegen einzelne konkrete Produkte vorgehen kann und nicht mehr nur – wie im Rahmen von Einstellungsverfügungen – gegen Unternehmen. Daher ist es denkbar, dass auch Finanzprodukte von Unternehmen, die ihre **Geschäfte mit BaFin-Erlaubnis** betreiben, von einem Produktinterventions-Verfahren betroffen sind. Dieses Verfahren hat jedoch nur Auswirkungen auf das konkrete Produkt und keine unmittelbaren Auswirkungen auf das gesamte Unternehmen. Auch Finanzprodukte, für die ein gebilligter Verkaufsprospekt vorliegt, können nachträglich noch durch ein Produktinterventionsverfahren verboten werden.

Bei der Beurteilung, ob ein Finanzprodukt erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwirft, muss die BaFin einen umfangreichen Kriterienkatalog berücksichtigen, der in Art. 21 der Delegierten Verordnung 2017/567 veröffentlicht worden ist. Zu diesen Kriterien gehören unter anderem:

- Komplexität des Finanzproduktes, zum Beispiel wenn die Wertentwicklung von der Wertentwicklung eines oder mehrerer Basis- oder Referenzvermögenswerte abhängt
- Existenz und Grad der Diskrepanz zwischen der erwarteten Rendite oder dem erwarteten Gewinn für die Anleger und deren Verlustrisiko
- Gebührenstruktur, insbesondere „versteckte“ Gebühren oder übermäßig hohe Gebühren
- Unzuverlässige oder unzureichende Informationen des Anbieters über wesentliche Aspekte des Finanzprodukts
- Anfälligkeit für Finanzkriminalität, zum Beispiel Betrug oder missbräuchliche Verwendung von Informationen in Bezug auf den Finanzmarkt
- Barrieren für einen Ausstieg oder die Tatsache, dass ein vorzeitiges Ausscheiden nicht zulässig ist

Die BaFin bewertet die Befugnis zur Produktintervention als „Ultima-Ratio-Ermächtigung“.

Die BaFin bewertet die Befugnis zur **Produktintervention** als **„Ultima-Ratio-Ermächtigung“.** Entsprechend vertritt sie die Ansicht, dass erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz erst dann bestehen können, wenn zahlreiche Kriterien des Kriterienkatalogs erfüllt sind. Allein die Komplexität eines Finanzprodukts oder dessen mangelnde Fungibilität können daher keine Bedenken für den Anlegerschutz begründen.

Die Zurückhaltung der BaFin beim Einsatz von Produktinterventionsmaßnahmen hat dazu geführt, dass bislang nur eine einzige Allgemeinverfügung auf der Grundlage der Produktinterventionsbefugnisse erlassen wurde. In dieser Allgemeinverfügung wurde der Vertrieb von finanziellen Differenzgeschäften („contracts for dif-

ference“ oder „CFDs“) an Privatkunden insoweit untersagt, als diese für den Privatkunden eine Nachschusspflicht begründen könnten. Bei CFDs handelt es sich um – meist kurzfristige – Spekulationen auf die Kursentwicklung eines Basiswertes. Den Anlegern ist es möglich, bei CFDs eine große Hebelwirkung zu erzielen, die jedoch bei ungünstiger Kursentwicklung zu hohen Verlusten führen kann. Diese Verluste können den ursprünglich als Margin eingesetzten Betrag um ein Vielfaches übersteigen.

Die BaFin hat in ihrer Entscheidung dargelegt, dass die Komplexität der **Performanceberechnung,** das nicht kalkulierbare Verlustrisiko sowie die hohe Anzahl der betroffenen Anleger (die BaFin schätzt die Zahl auf über 125.000) eine Produktintervention bei CFDs in Form einer Vertriebsbeschränkung für Privatanleger notwendig machen. Die lange **Begründung der Entscheidung** verdeutlicht eine wesentliche Schwierigkeit der Produktintervention: Während bei einer Einstellungsverfügung das Betreiben eines erlaubnispflichtigen Finanzgeschäfts vergleichsweise einfach ermittelt werden kann, erfordert eine Produktintervention eine wertende Betrachtung und Gewichtung der unterschiedlichen Kriterien, die Bedenken gegen den Anlegerschutz indizieren können. Diese **Bewertung** ist in gewissem Umfang subjektiv und wird daher nicht alle von der Produktintervention betroffenen Anbieter stets überzeugen.

Ob die Befugnisse der BaFin zur Produktintervention zukünftig zu einer deutlichen Verbesserung des **Anlegerschutzes** beitragen werden, ist ungewiss. Wesentlich sind weniger die Befugnisse, sondern die Art und Weise wie diese Befugnisse auch genutzt werden. Die Position der BaFin ist in diesem Punkt derzeit eindeutig und in einem Beitrag aus dem September 2017 erkennbar:

„Aus dem Ultima-Ratio-Charakter der Befugnis zur Produktintervention folgt auch, dass das Instrument nicht bewirken kann, dass **im Markt nur noch Produkte angeboten werden**, die in jeder Hinsicht unbedenklich sind. Daher sind andere Teile des Aufsichtsrechts wie Prospekt-, Transparenz- und Verhaltensvorschriften ebenso wichtige Pfeiler des finanziellen Anleger- und Verbraucherschutzes. All das unterstützt den Anleger bei Geldanlageentscheidungen – für die er jedoch nach wie vor selbst verantwortlich ist.“

Ob die Befugnisse der BaFin zur Produktintervention zukünftig zu einer deutlichen Verbesserung des Anlegerschutzes beitragen werden, ist ungewiss.

2. Anlageberatung nach der Regulierung – Wie sieht diese heute aus?

Autor: Oliver Renner

2.1 Wie muss ein Anleger beim Erwerb von Fonds beraten werden?

Inhalt und Umfang von Beratungspflichten bestimmen sich immer nach den Umständen des Einzelfalles. Maßgebend hierbei ist die Bond-Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 06. Juli 2013 – XI ZR 12/93: „Eine Bank hat bei der Anlageberatung den – gegebenenfalls zu erfragenden – **Wissensstand des Kunden** über Anlagegeschäfte der vorgesehenen Art und dessen Risikobereitschaft zu berücksichtigen („anlegergerechte" Beratung); das von ihr danach empfohlene Anlageobjekt muss diesen Kriterien Rechnung tragen („anlagegerechte" Beratung)". Unterschieden wird demnach nach der anlage- und anlegergerechten Beratung.

Die anlagegerechte Beratung bezieht sich hierbei auf die empfohlene Investition. Dort hat der Berater eine Plausibilitätsprüfung vorzunehmen, beispielsweise auf wirtschaftliche Tragfähigkeit hin. Zudem ist der Prospekt auf Schlüssigkeit hin zu überprüfen.

Die anlagegerechte Beratung bezieht sich hierbei auf die empfohlene Investition. Dort hat der **Berater eine Plausibilitätsprüfung** vorzunehmen, beispielsweise auf wirtschaftliche Tragfähigkeit hin. Zudem ist der Prospekt auf Schlüssigkeit hin zu überprüfen.
Die anlegergerechte Beratung bezieht sich auf den Anleger. Dort muss geprüft werden, ob die empfohlene Investition den Anlagezielen sowie seiner Risikobereitschaft entspricht und ob die einzugehenden Risiken im Hinblick auf die Vermögens- und Einkommensverhältnisse für den Kunden tragbar sind.
Die Beratung hierbei muss **vollständig, wahrheitsgemäß, richtig** und **verständlich** sein. Diese Rechtsprechung wurde fortlaufend weiterentwickelt sowie beispielsweise bezüglich der Frage der sogenannten Pflicht zur Plausibilitätsprüfung konkretisiert. Der III. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs, der für freie Beraterhaftungsfälle zuständig ist, hat diese Rechtsprechung „übernommen".
Das sodann am 01. Januar 1995 in Kraft getretene **Wertpapierhandelsgesetz** hat in den §§ 31 ff. WpHG Wohlverhaltenspflichten geregelt. Unter anderem aufgenommen wurde der sogenannte Suitablity Test nach § 31 Abs. 4 Satz 2 WpHG. Die Geeignetheit einer Anlage beurteilt sich danach, ob das konkrete Geschäft 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.
Bei der Frage der Haftung wegen fehlerhafter Anlageberatung unter dem Regime der §§ 31 ff. WpHG aus dem Jahr 1998 vertritt der Bundesgerichtshof die Auffassung, dass diese aufsichtsrechtlichen Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes keine Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB sind. Mithin kann sich bei deren **Verletzung der einzelne Anleger** zur Begründung einer Haftung seines Beraters nicht stützen: „Bereits in seinem Urteil vom 19. Dezember 2006 hat der Senat dementsprechend ausgeführt, den in erster Linie aufsichtsrechtlichen Regeln des WpHG komme keine eigenständige schadensersatzrechtliche Bedeutung zu (BGHZ 170, 226, 232, Tz. 18 m.w.Nachw.)" (BGH, Urteil vom 19. Februar 2008 – XI ZR 170/07 –, BGHZ 175, 276-286, Rn. 16).
Daher begründen diese aufsichtsrechtlichen Regelungen des WpHG keine eigenen einzuhaltenden Vertragspflichten des Beraters: „Schutzgesetzcharakter i.S. des § 823 Abs. 2 BGB können die §§ 31 ff. WpHG nur haben, soweit sie nicht lediglich aufsichtsrechtlicher Natur sind, sondern ihnen auch anlegerschützende Funktion zukommt. Ist dies der Fall, so können sie zwar für Inhalt und Reichweite (vor-) vertraglicher **Aufklärungs- und Beratungspflichten** von Bedeutung sein. Ihr zivilrechtlicher Schutzbereich geht aber nicht

über diese (vor-)vertraglichen Pflichten hinaus. Daraus folgt, dass ihnen keine eigenständige, über die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten hinausgehende schadensersatzrechtliche Bedeutung zukommt (BGHZ 170, 226, 232, Tz. 18 m.w.Nachw.)" (BGH, Urteil vom 19. Februar 2008 – XI ZR 170/07 –, BGHZ 175, 276-286, Rn. 14).

Der Bundesgerichtshof hat in der Vergangenheit weiter auch die Schutzgesetzeigenschaft von § 34a Abs. 1 WpHG verneint (BGH, Urteil vom 22. Juni 2010 – VI ZR 212/09 -). Auch § 20 a WpHG ist nach einer Entscheidung des Oberlandesgerichts Stuttgart **kein Schutzgesetz** im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB und begründet bei dessen Verletzung keine deliktische Haftung (OLG Stuttgart, Urteil vom 26. März 2015 – 2 U 102/14).

Dies bedeutet, Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten bestimmen sich jeweils individuell nach dem konkret mit einem **Kunden geschlossenen Vertrag**. Hierbei ist die Rechtsprechung bezüglich der Bestimmung von Aufklärungspflichten nicht an aufsichtsrechtliche Vorgaben gebunden.

Dies bedeutet. Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten bestimmen sich jeweils individuell nach dem konkret mit einem Kunden geschlossenen Vertrag.

Vertragliche Aufklärungspflichten können im Vergleich zu aufsichtsrechtlichen Vorgaben weiter, aber auch geringer sein. Wie unterschiedlich hierbei die Rechtsprechung in Bezug auf die Verletzung von aufsichtsrechtlichen Vorgaben reagiert, soll nachfolgend am Beispiel der **Beratungsdokumentation** beispielhaft aufgezeigt werden.

Bei der Versicherungsvermittlung ist nach § 61 VVG ein Beratungsprotokoll zu erstellen. Seit dem 01. Januar 2013 gelten für selbstständige Anlagevermittler die gewerberechtlichen Vorschriften des § 34f GewO und die Finanzanlagenvermittlerverordnung (FinVermV). Nach § 28 FinVermO ist ein Beratungsprotokoll zu erstellen. Wurde unter dem Regime des § 61 VVG kein Beratungsprotokoll erstellt, so führt dies bei Versicherungsvermittlern zur Umkehr der Beweislast. Die Nichtbeachtung der Dokumentationspflichten führt dazu, dass der **Versicherungsvermittler** beweisen muss, dass ausreichende Hinweise erfolgt sind (BGH, Urteil vom 13. November 2014 – III ZR 544/13 -). Wird dem Versicherungsnehmer die Nachweismöglichkeit durch das Fehlen einer Beratungsdokumentation abgeschnitten, so hat dies Auswirkungen auf die Beweislastverteilung. Ist ein erforderlicher Hinweis nicht dokumentiert, dann muss der Versicherungsvermittler beweisen, dass dieser Hinweis erteilt wurde. Gelingt dieser Beweis nicht, dann ist von einem **pflichtwidrigen Handeln auszugehen** (so: LG Krefeld, Urteil vom 17. Dezember 2015 – 3 O 29/15). Das heißt, dass die Verletzung der Pflicht zur Beratungsdokumentation des Versicherungsmaklers nicht per se zu einem eigenständigen Schadensersatzanspruch führt, sondern „lediglich" zu einer Umkehr der Beweislast (OLG Dresden, Urteil vom 21. Februar 2017 – 4 U 1512/16 -). Es kann insbesondere die Vermutung angenommen werden, dass eine nicht dokumentierte Beratung tatsächlich nicht vorgenommen wurde (LG Köln, Urteil vom 14. Februar 2017 – 11 S 250/15 –).

Die Nichtbeachtung der Dokumentationspflichten führt dazu, dass der Versicherungsvermittler beweisen muss, dass ausreichende Hinweise erfolgt sind.

Bei der Anlageberatung/-vermittlung hingegen über Wertpapiere nimmt der für Banksachen zuständige XI. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs keine Beweiserleichterung zu Gunsten des Anlegers im Falle der **Verletzung von Dokumentationspflichten** beim Wertpapiererwerb – Lehman Brothers Zertifikate – an (BGH, Urteil vom 27. November 2012 – XI ZR 384/12 -). Das Landgericht Köln verneint schon eine Relevanz des Beratungsprotokolls für die Anlegeentscheidung: „Der klägerische Vorwurf, die Beklagte zu 1) habe ihm entgegen § 18 Abs. 1 S. 2 FinVermV keine **Abschrift des Finanzanlageberatungsprotokolls** überlassen, geht ins Leere. Es ist schon nicht ersichtlich, inwiefern eine solche Pflichtverletzung - so sie denn überhaupt vorliegt – für die Anlageentscheidung des Klägers von Relevanz gewesen

sein könnte“ (Landgericht Köln, Urteil 12. Januar 2017 – 30 O 197/15 –). Der Umgang der Rechtsprechung zu den Erfordernissen der Erstellung des Beratungsprotokolls ist mithin beim Versicherungsvermittler und Anlagevermittler unterschiedlich.
Daher stellt sich zwangsläufig die Frage, welches Protokoll nach welchen Vorgaben anzufertigen ist. Auch hier differenziert die Rechtsprechung ungeachtet des Aufsichtsrechts. So unterliegen unter bestimmten Voraussetzungen der Vertrieb von Kapitallebensversicherungen zusätzlich den **Aufklärungspflichten** von Kapitalanlageprodukten, beispielsweise wenn die Versicherung des Todesfallrisikos gegenüber der Renditeerwartung von untergeordneter Bedeutung ist (BGH, Urteil vom 05. April 2017 – VI ZR 437/15 -). Wenn es sich bei einer Lebensversicherung wirtschaftlich betrachtet um ein Anlagegeschäft – beispielsweise, auf Grund der Mantelfunktion der Versicherung - handelt (Ziel der Kapitalbildung steht im Vordergrund gegenüber der Versicherungsleistung, die nur untergeordnete Bedeutung hat) bestehen zusätzlich Aufklärungspflichten wie bei Kapitalanlageprodukten. Dies gilt auch für Verträge seit Geltung des VVG 2008 (so: OLG Nürnberg, Urteil vom 27. Juni 2016 – 8 U 2633/14 –).
Mithin muss genau differenziert werden, was **Gegenstand der Vermittlung** ist, um hernach die richtigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben einzuhalten.
Ein weiteres Beispiel ist die Pflicht zur Plausibilitätsprüfung, die eine Kardinalspflicht des Anlageberaters darstellt (BGH, Urteil vom 13. Juni 2002 – III ZR 166/01 -). Inhaltlich muss **geprüft werden**, ob der Prospekt ein in sich **schlüssiges Gesamtbild** über das Beteiligungsobjekt gibt und ob die im Prospekt enthaltenen Informationen sachlich vollständig und richtig sind (BGH, Urteil vom 12. Februar 2004 – III ZR 359/02 -).

Inhaltlich muss geprüft werden, ob der Prospekt ein in sich schlüssiges Gesamtbild über das Beteiligungsobjekt gibt und ob die im Prospekt enthaltenen Informationen sachlich vollständig und richtig sind (BGH, Urteil vom 12. Februar 2004 – III ZR 359/02 -).

Die Pflicht zur Plausibilitätsprüfung enthält je nach verantwortlicher Person gestufte Anforderungen: Den Vermittler trifft eine bloße Plausibilitätsprüfungspflicht des Prospekts. Der Berater hat die Prüfung mit „üblich kritischem Sachverstand“ durchzuführen. Der Emittent muss alle zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten in Anspruch nehmen, beispielsweise in eigener Verantwortung die Prüfung der rechtlichen Einstufung der eigenen Gesellschaft (Zulassung der BaFin) vornehmen (BGH, Urteil vom 12. November 2012 – III ZR 55/12 -). Eine Bank muss letztlich bei einer Anlageberatung mit banküblichem kritischen Sachverstand prüfen; eine bloße Plausibilitätsprüfung des Prospekts reicht nicht aus (BGH, Urteil vom 07. Oktober 2008 – XI ZR 89/07 -).
Auch bei der Plausibilitätsprüfungspflicht des Anlageprospekts entscheidet die Rechtsprechung aber **nicht nach aufsichtsrechtlichen Vorgaben.** So schließt die Billigung des Prospekts durch die BaFin eine zivilrechtliche Haftung nicht aus, weil § 8 a Abs. 1 VerkaufsProspG a.F. keine inhaltliche Richtigkeitsgewähr bot (BGH, Urteil vom 14. Mai 2013 – XI ZR 335/11 -). **Der BGH bejaht zudem auch eine Haftung** wegen unzureichender Plausibilitätsprüfung des Prospekts, wenn dieser sogar offensichtlich widersprüchlich war, obgleich die Bafin diesen gebilligt hatte. Zu diesem Zeitpunkt hatte die BaFin nämlich noch keine Kompetenz, den Prospekt auf inhaltliche Kohärenz zu prüfen. Diese Kompetenz zur inhaltlichen Kohärenzprüfung besteht erst seit dem 01. Juni 2012 (§ 8 Abs. 1 Vermögensanlagengesetz). Diese beinhaltet zudem **keine Plausibilitätsprüfung** (beispielsweise wirtschaftliche Tragfähigkeit) durch die BaFin. Der Vermittler/Berater ist aber hierzu verpflichtet (BGH, Urteil vom 16. März 2017 – XI ZR 489/16 -).

So schließt die Billigung des Prospekts durch die BaFin eine zivilrechtliche Haftung nicht aus, weil § 8 a Abs. 1 VerkaufsProspG a.F. keine inhaltliche Richtigkeitsgewähr bot.

Als Fazit lässt sich daher festhalten:
Die Einhaltung von Aufsichtsrecht schließt eine zivilrechtliche

Haftung nicht aus, da diese gegebenenfalls weitergehende Verpflichtungen begründen kann, als aufsichtsrechtlich gefordert. Die Nichteinhaltung von Aufsichtsrecht begründet nicht per se eine Haftung, aber bringt Erschwerungen in der **zivilprozessualen Auseinandersetzung (Beispiel: Beweislastumkehr)**. Ob vor dem Hintergrund der neuen Regelungen (MiFID II) gegebenenfalls der BGH annimmt, dass es Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB sind, bleibt abzuwarten.
Daher: **Aufsichtsrecht** ist in jedem Fall **einzuhalten**. Zudem muss aber – weiterhin – den zivilrechtlichen Aufklärungspflichten nachgekommen werden und auch gegebenenfalls hieran gemessen die Dokumentation „erweitert" werden.
MiFID II verschärft daher nicht eine zivilrechtliche Haftung, sondern setzt aufsichtsrechtlich in vielen Bereichen um, was zivilrechtlich als Pflichtenprogramm ohnehin gefordert wird.
Das Aufsichtsrecht kann zur Bestimmung von Aufklärungspflichten bedeutend sein, muss es aber nicht zwingend. Zivilrechtliche Aufklärungspflichten können je nach konkret geschlossenem Vertrag weiter reichen als aufsichtsrechtliche Vorgaben.
Dies bedeutet: Die tägliche Beratungspraxis muss den **aufsichtsrechtlichen Vorgaben** genügen. Sie sollte aber auch gleichzeitig eine zivilrechtliche Haftung weitgehend minimieren. Die dahingehende Prüfung hat daher auf zwei Ebenen zu erfolgen, die sich aber nur teilweise überschneiden. Eine ganzheitliche Prüfung ist daher zwingend anzuraten.
Im Ergebnis gehen daher vertragliche Plausibilitätsprüfungspflichten inhaltlich weiter als aufsichtsrechtliche Prüfungskompetenzen. Auf letztere darf man sich daher nicht verlassen.

Daher: Aufsichtsrecht ist in jedem Fall einzuhalten. Zudem muss aber – weiterhin – den zivilrechtlichen Aufklärungspflichten nachgekommen werden und auch gegebenenfalls hieran gemessen die Dokumentation „erweitert" werden.

Die tägliche Beratungspraxis muss den aufsichtsrechtlichen Vorgaben genügen.

2.2. Geeignetheit der Produkte

Bei der Frage der Geeignetheit von empfohlenen Investitionen lässt sich pauschal eine Antwort nicht geben, da dies immer vom jeweiligen individuellen Anlageziel und der Risikobereitschaft abhängt.

Am besten lässt sich dies bei der Frage der Geeignetheit zur Altersvorsorge darstellen.
Der Bundesgerichtshof hat mit Urteil vom 11. Dezember 2014 (Aktenzeichen: III ZR 365/13) über die Frage der ordnungsgemäßen Beratung eines Anlegers im Zusammenhang mit der Zeichnung einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts befunden. **Gegenstand der Entscheidung** war unter anderem das **Anlageziel,** die Fungibilität, das Haftungsrisiko als GbR-Gesellschafter sowie die Verjährung.
Der Bundesgerichtshof hat hierbei zum ersten Mal die bislang in den Instanzen unterschiedlich gesehene Frage der Geeignetheit von geschlossenen Immobilienfonds zur Altersvorsorge entschieden.
Hierbei differenzierte der Bundesgerichtshof zunächst nach dem Anlageziel. Zu unterscheiden ist danach zwischen den ergänzenden und der sicheren Altersvorsorge (zur Schließung einer Versorgungslücke). Als **ergänzende Altersvorsorge** kann demnach ein geschlossener Immobilienfonds **durchaus geeignet sein**: „Soll das Geschäft einer sicheren Geldanlage dienen, kann die Empfehlung einer unternehmerischen Beteiligung wegen des damit regelmäßig verbundenen Verlustrisikos fehlerhaft sein. Andererseits rechtfertigt nicht schon alleine der Umstand, dass die Kapitalanlage auch der ergänzenden Altersvorsorge dienen soll, den Schluss, die Empfehlung der Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds stelle keine anlegergerechte Beratung dar."
Dass hierbei im Prospekt damit geworben wird, dass die Beteili-

Der Bundesgerichtshof hat mit Urteil vom 11. Dezember 2014 (Aktenzeichen: III ZR 365/13) über die Frage der ordnungsgemäßen Beratung eines Anlegers im Zusammenhang mit der Zeichnung einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts befunden.

Als ergänzende Altersvorsorge kann demnach ein geschlossener Immobilienfonds durchaus geeignet sein:

gung „auf Dauer der Altersvorsorge dienen und nicht verkauft werden“ soll, sagt nach dem Bundesgerichtshof nichts über das konkrete Anlageziel aus.
Damit konkretisiert der Bundesgerichtshof die Suitability Doktrin. Anlageziel und Geeignetheit sind individuell zu prüfen.
Wenn allerdings im Prospekt mit Aussagen wie „ideale Form der Altersvorsorge“ und „innovatives Sicherungskonzept“ geworben wird, dann muss bereits – unabhängig von jeweils konkreten individuellen Anlagezielen des einzelnen Anlegers im Prospekt schon **differenziert** werden, ob **das Angebot** sich zur Altersvorsorge oder lediglich ergänzenden Altersvorsorge **eignet**: „Die Beklagte kann sich auch nicht darauf berufen, dass der Fonds durchaus zur ergänzenden Altersvorsorge geeignet sei. Der Umstand einer bloß ergänzenden Altersvorsorge wird lediglich im Vorwort zu dem Prospekt erwähnt, während im Prospekt selbst die „ideale Form der Altersvorsorge“ und das „innovative Sicherungskonzept“ zum Zwecke der Altersvorsorge betont werden, ohne dass zwischen einer Eignung der Anlage zur Altersvorsorge oder lediglich zur ergänzenden Altersvorsorge differenziert wird“ (BGH, Urteil vom 16. März 2017 – Aktenzeichen: III ZR 489/16 –).

Damit konkretisiert der Bundesgerichtshof die Suitability Doktrin. Anlageziel und Geeignetheit sind individuell zu prüfen.

2.3 Wer darf überhaupt beraten/vermitteln?

Bei der Frage, wer überhaupt beraten/vermitteln darf, hängt es davon ab, welches Produkt Gegenstand der Investition sein soll.

Bei der Frage, wer überhaupt beraten/vermitteln darf, hängt es davon ab, welches Produkt Gegenstand der Investition sein soll.

Gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG ist die „Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über **Informationsverbreitungskanäle** oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird“ nur mit Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 32 KWG möglich. Derart regulierte Finanzdienstleister dürfen im Rahmen der Anlageberatung sämtliche Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG empfehlen und vermitteln. Die BaFin führt auf ihrer Webseite ein Melde- und Beschwerderegister aller Anlageberater. Ein Anlageberater kann allerdings von der in § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG geregelten Ausnahme **Gebrauch machen**, wonach die Anlageberatung auch auf Basis einer Erlaubnis nach § 34 f der Gewerbeordnung erbracht werden darf, sofern sie sich auf offene Investmentfonds und geschlossene Investmentvermögen beschränkt. Der Gesetzgeber spricht dann von einem **„Finanzanlagenvermittler“,** die Aufsicht wird nicht mehr von der BaFin geleistet, sondern vom örtlichen Ordnungsamt. Ein Finanzanlagenvermittler muss sich im öffentlichen Vermittlerregister der Industrie- und Handelskammer (IHK) eintragen lassen. Ein Beschwerderegister für Finanzanlagenvermittler existiert nicht.
Zur Anlageberatung dürfen nur sachkundige und zuverlässige Personen eingesetzt werden. Die **Sachkunde** kann gegenüber der BaFin durch unternehmensinterne und externe Aus- und Weiterbildungen belegt werden, solange sie den Ansprüchen der Wertpapierhandelsgesetz-Mitarbeiteranzeigeverordnung (WpHG-MaAnzV) genügen. Ein Finanzanlagenvermittler muss die notwendige Sachkunde durch Prüfung vor der IHK oder durch eine geeignete Fachausbildung (zum Beispiel Bankfachwirt) oder ein Hochschulstudium (zum Beispiel BWL mit Fachrichtung Bank, Versicherungen oder Finanzdienstleistungen) nachweisen.
Die Gesetzreform 2013 hat **einige Veränderungen** mit sich gebracht. Bis zum 22. Juli 2013 war das Vermögensanlagengesetz

Ein Anlageberater kann allerdings von der in § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG geregelten Ausnahme Gebrauch machen, wonach die Anlageberatung auch auf Basis einer Erlaubnis nach § 34 f der Gewerbeordnung erbracht werden darf, sofern sie sich auf offene Investmentfonds und geschlossene Investmentvermögen beschränkt.

(VermAnlG) wesentlich für die Anlageberatung durch Banken, Versicherungen und unabhängige Makler. Diese wurde durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ersetzt. Von der Vorgängerreform wurden viele Regelungen übernommen und ergänzt. **Ziel der Gesetzreform** war die Stärkung des Kleinanlegerschutzes durch Neuordnung, Risikoklassifizierung und Beaufsichtigung der Anbieter von Kapitalanlagen.

2.4. Was kann bei der Beratung schieflaufen?

Aus der Gesamtschau aller begleiteten Fälle lässt sich resümieren, dass oftmals das gesprochene Wort im Gegensatz zu den schriftlichen Unterlagen stand, die Gegenstand der Beratung waren.

Aus der Gesamtschau aller begleiteten Fälle lässt sich resümieren, dass oftmals das gesprochene Wort im Gegensatz zu den schriftlichen Unterlagen stand, die Gegenstand der Beratung waren.

Dann stellt sich die Frage, wer hier verantwortlich ist und mit welchen Erfolgsaussichten aus Sicht eines Anlegers vorgegangen werden kann. Bei der Haftung des Anlageberaters wegen behaupteter fehlerhafter Anlageberatung ist die Beweislastverteilung im Rahmen der gerichtlichen Auseinandersetzung komplex.

2.4.1 Darlegungs- und Beweislastverteilung
Grundsätzlich gilt folgende Darlegungs- und Beweislastregel: Derjenige, **der von einem anderen etwas begehrt**, muss alle hiervon notwendigen tatsächlichen Voraussetzungen der Anspruchsgrundlage darlegen und beweisen.
Darlegen bedeutet, dass substantiiert behauptet werden muss, dass eine Pflichtverletzung des Anlageberaters vorlag. Beweisen bedeutet, dass im Falle eines relevanten Bestreitens durch den verklagten Berater nach einer Beweisaufnahme nach freier Würdigung des Gerichts zur dessen Überzeugung feststeht, dass die **Behauptungen wahr** sind. Bestehende Zweifel gehen dann zu Lasten der beweisbelasten Partei.

2.4.2 Besonderheiten bei Beraterhaftungsprozessen
Bei Beraterhaftungsprozessen bestehen allerdings Besonderheiten in Bezug auf die Darlegungs- und Beweislastverteilung.

2.4.3 Substantiierter Vortrag des Anlegers?
So werden an den substantiierten Vortrag des Anlegers als Kläger keine überspannten Anforderungen gestellt (BGH, Urteil vom 06. Dezember 2012 – III ZR 66/12 –). Aber Widersprüche zwischen schriftlichem Vortrag und persönlicher Anhörung des Anlegers im Gerichtstermin kann zur Unschlüssigkeit der Klage führen (OLG Celle – Urteil vom 27. Juli 2017 – 11 U 142/16 -). Beispielsweise ist dann **nicht schlüssig schriftlich vorgetragen**, dass der Berater eine bagatellisierende Aussage überhaupt getroffen habe, wenn die persönliche Anhörung des klagenden Kapitalanlegers durch das Erstgericht ergeben hat, dass dieser an die konkreten Vorgänge im Rahmen des Beratungsgesprächs keine **konkrete Erinnerung** mehr hat (so: OLG Celle, Beschluss vom 03. Juli 2017 – 11 U 164/16 –). Auch eine Behauptung, dem Anleger sei ein „satter Gewinn nach fünf Jahren" versprochen worden, reicht nicht aus, da es nur einer werbende Aussage mit marktschreierischer Inaussichtstellung darstellt (BGH, Urteil vom 23. April 2013 – XI ZR 405/11).

2.4.4 Sekundäre Darlegungslast beim Berater
Wenn allerdings eine substantiierte Behauptung des Anlegers angeblichen Pflichtverletzungen vorliegt, dann reicht ein einfaches Bestreiten nicht aus. Vielmehr greifen dann bei sogenannten **Negativtatsachen** (beispielsweise nicht erfolgte Aufklärung über Risiken einer Kapitalanlage) die Grundsätze der sekundären Darle-

gungslast. Das bedeutet, dass der Berater substantiiert vortragen muss, wann, wo und wie die geschuldete Aufklärung hierüber erfolgte. Der verklagte Berater muss mithin „darlegen, wie im Einzelnen beraten respektive aufgeklärt worden ist“ (BGH, Urteil vom 14. Juli 2009 – XI ZR 152/08).

2.4.5 Beweislast des Beraters

Der Berater kann sich jedoch dann nicht zurücklehnen. Gegebenenfalls treffen ihn je nach behaupteter Pflichtverletzung die Darlegungs- und Beweislast.

Der Berater kann sich jedoch dann nicht zurücklehnen. Gegebenenfalls treffen ihn je nach behaupteter Pflichtverletzung die Darlegungs- und Beweislast. Bei Prospektfehlern muss beispielsweise der Berater dessen Richtigstellung gegenüber dem Anleger beweisen (BGH, Urteil vom 09. Februar 2010 – XI ZR 140/09).
Im Falle einer feststehenden Pflichtverletzung muss der Berater auch beweisen, dass der Anleger die Anlage auch bei gehöriger Aufklärung getätigt hätte. Dort greift die sogenannte Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens. Diese besteht auch bei einem **Entscheidungskonflikt** zum Beispiel bei einem Immobilienkauf. Der V. Senat des Bundesgerichtshofs hat sich hier der Rechtsprechung des XI. Senats des Bundesgerichtshofs ausdrücklich angeschlossen. Es besteht keine ausschließende Kausalitätsvermutung in Fällen des Entscheidungskonflikts. Grund hierfür ist, dass die Aufklärungspflichtverletzung feststeht (BGH, Urteil vom 15. Juli 2016 – V ZR 168/15 -).

Auch ein Nichtverschulden muss der Berater beweisen.

Auch ein Nichtverschulden muss der Berater beweisen. Bei vertraglicher Haftung wird das **Verschulden vermutet**. Der zur Aufklärung verpflichtete Berater muss daher nach § 280 Abs. 1 Satz 2 BGB darlegen und beweisen, dass er die Pflichtverletzung nicht zu vertreten hat (BGH, Urteil vom 22. März 2011 – XI ZR 33/10 -; BGH, Urteil vom 24. September 2013 – XI ZR 204/12). An die Annahme eines beachtlichen Rechtsirrtums stellt die Rechtsprechung hohe Anforderungen (BGH, Urteil vom 23. Oktober 2012 – II ZR 294/12 -).

2.4.6 Beweisführung ohne Zeugen zum Beratungsgespräch

Zur Beweisführung sieht die Zivilprozessordnung fünf Beweismittel vor: Zeugen, Parteivernehmung, Urkunden, Augenschein und Sachverständigengutachten.

Was den Inhalt eines Beratungsgesprächs anbelangt, nimmt die Rechtsprechung den Vorrang des gesprochenen Wortes an. Dies bedeutet, dass zum Inhalt und Ablauf von Beratungsgesprächen als Beweismittel in der Regel nur Zeugen in Betracht kommen.

Was den Inhalt eines **Beratungsgesprächs** anbelangt, nimmt die Rechtsprechung den Vorrang des gesprochenen Wortes an. Dies bedeutet, dass zum Inhalt und Ablauf von Beratungsgesprächen als Beweismittel in der Regel nur Zeugen in Betracht kommen.
Man könnte nun meinen, dass je nach **Beweislastverteilung** derjenige sich zurücklehnen kann, der nicht die Beweislast trägt, wenn die Gegenseite keinen Zeugen benennen kann.
Dem ist jedoch nicht so. Zum einen ist hoch streitig, ob eine beweisbelastete Partei zu vernehmen ist (vergleiche hierzu: BGH, Urteil vom 27. September 2005 – XI ZR 216/14 -; BGH, Beschluss vom 11. Februar 2003 – XI ZR 153/02). In jedem Fall muss aber eine Anhörung erfolgen (vergleiche hierzu schon: OLG Schleswig, NJW-RR 2008, 1525).
Der Bundesgerichtshof hat mit Beschluss vom 27. September 2017 entschieden, dass der Tatrichter im Rahmen **der freien Würdigung** des Verhandlungsergebnisses den Behauptungen und Angaben einer Partei unter Umständen auch dann glauben kann, wenn diese ihre Richtigkeit sonst nicht - auch nicht mittels Parteivernehmung, weil es an der erforderlichen Anfangswahrscheinlichkeit fehlt - beweisen kann (BGH, Beschluss vom 27. September 2017 – XII ZR 48/17 –).

Fazit
Dies bedeutet, dass man einen Beweis auch ohne Zeugen führen kann. Diese Besonderheiten im Prozess sind zu beachten. Zudem bedarf es einiger Prozesserfahrung des Rechtsanwalts, damit beim schriftsächlichen Vortrag, im Rahmen des Gerichtstermins und auch in der Beweisaufnahme taktisch richtig vorgegangen wird.
Die Besonderheiten des Einzelfalles sind stets hierbei zu beachten. Der Anlegerprozess hat für den Anleger als Kläger hohe Beweishürden. Behauptete Pflichtverletzungen muss er beweisen. Wenn hierfür „nur" Zeugen zur Verfügung stehen, **befindet er sich oftmals in einer unüberwindbaren Beweisnot,** wenn er keine eigenen Zeugen hat.
Anders liegt dies, wenn es sich um verobjektivierbare Beratungsfehler handelt. So muss beispielsweise der Berater einen vorhandenen, wesentlichen Prospektfehler gegenüber dem Anleger richtigstellen. Zum Beweis der Tatsache, dass der **Prospektfehler richtig gestellt** worden ist, trägt dann der Berater die Beweislast und nicht der Anleger.
Ein anderer Fall liegt vor, wenn anhand von Urkunden nachgewiesen werden kann, dass die Empfehlung schon nicht anlegergerecht war oder gegebenenfalls eine Pflicht zum Abraten bestand (beispielsweise bei nicht **tragfähiger Finanzierung** oder fehlerhafter Berechnung von Renditen). Hier aber liegt das Augenmerk und der Schwerpunkt im jeweiligen konkreten Einzelfall. Verallgemeinerungen können hierzu nicht getroffen werden.
Pauschalierungen dienen nicht dem Anlegerschutz, sondern konterkarieren denselben.

Wenn hierfür „nur" Zeugen zur Verfügung stehen, befindet er sich oftmals in einer unüberwindbaren Beweisnot, wenn er keine eigenen Zeugen hat.

3. Welche Informationsquellen über die jeweiligen Anlagen gibt es?

Autorin: Lissie Goldbach

Ein Anleger ist gut beraten, sich vor seiner Anlageentscheidung zu informieren. Dazu stehen ihm gleich mehrere Informationsquellen zur Verfügung.

3.1 Prospekt beziehungsweise Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, VIB

Prospekt

Hinsichtlich des Fonds (man spricht auch vom Fondsprodukt), in den (das) er plant zu investieren, steht dem Anleger dank der mittlerweile fast flächendeckenden Prospektpflicht für Fonds der Prospekt (auch Verkaufsprospekt oder Emissionsdokument genannt) zur Verfügung.

Hinsichtlich des Fonds (man spricht in Abgrenzung zu dessen Managern/(Kapital-) Verwaltungsgesellschaften auch vom Fondsprodukt), in den (das) er plant zu investieren, steht dem Anleger dank der mittlerweile fast flächendeckenden Prospektpflicht für Fonds der Prospekt (auch Verkaufsprospekt oder Emissionsdokument genannt) zur Verfügung. Dieser muss zunächst von der BaFin genehmigt und bei dieser hinterlegt werden, bevor er veröffentlicht wird (sogenanntes Billigungsverfahren).

Für VermAnlG-basierte Fonds ergibt sich die **Pflicht zur Erstellung eines Prospekts** aus dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG). Der Aufbau und die inhaltlichen Anforderungen eines solchen Verkaufsprospekts sind hochgradig standardisiert und formalisiert. Was der Verkaufsprospekt beinhalten muss, ergibt sich aus der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV). Dort sind detailliert sämtliche Angaben aufgelistet, die ein **Verkaufsprospekt** zu enthalten oder nicht zu enthalten hat, in welcher Reihenfolge diese Angaben darzustellen, wie diese graphisch hinterlegt und welche Begrifflichkeiten verwendet werden müssen. Um bei der **Erstellung eines solchen Prospekt** alles „richtig" nach dem Verständnis der BaFin zu machen, gibt es eine sogenannte Überkreuz-Checkliste. Diese dient zum einem dem Ersteller des Prospekts als Checkliste, zum anderen dient sie der BaFin wegen der dort einzutragenden Seitenzahlen, in Bezug setzend zu den im Verkaufsprospekt enthaltenen einzelnen Angaben, als Übersicht im Billigungsverfahren.

WpHG-basierte Fonds unterliegen – vorbehaltlich einiger Ausnahmen – ebenfalls der Prospektpflicht nach dem WpPG.

WpHG-basierte Fonds unterliegen – vorbehaltlich einiger Ausnahmen – ebenfalls der Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG), sofern die Wertpapiere öffentlich angeboten werden sollen. Die BaFin ist zwar mittlerweile dazu übergegangen auch die Einreichung von Prospekten (in dem Zusammenhang auch **„Wertpapierprospekte"** genannt) in englischer Sprache zu erlauben, um damit sprachliche Barrieren für nicht deutschsprachige Emittenten abzubauen. Ob das mithin die Attraktivität Deutschlands in Bezug auf den Finanzmarkt in irgendeiner Weise fördert bleibt fraglich, denn Anträge und Mitteilungen an die **BaFin im Billigungsverfahren** müssen nach wie vor in der Amtssprache eingereicht werden und die ist – da lässt sich aufgrund der derzeitigen Gesetzeslage nicht dran rütteln – deutsch. Dies ist in einigen anderen EU-Ländern einfacher: Dort kann die Kommunikation mit der Aufsichtsbehörde und die Einreichung von Dokumenten durchweg in englischer Sprache erfolgen (so zum Beispiel in Luxemburg).

Die einzelnen Anforderungen an den Inhalt des Prospekts richten sich nach dem WpPG und der europäische Prospektverordnung Nr. 809/2004 (EG).

Hinsichtlich der KAGB-basierten Fonds besteht eine Prospektpflicht für offene Publikumsfonds und für geschlossene Publikums-AIF (alternative Investment Fonds).

Der Prospekt eines Fonds dient dazu, dem Anleger eine **fundierte Grundlage** für seine Investitionsentscheidung zu geben. Dem zugrunde gelegt soll er richtig und vollständig sein.

Typischerweise muss ein Prospekt inter alia folgende Angaben enthalten:

- Angaben wann das Investmentvermögen aufgelegt wird, sowie Angaben zur Laufzeit;
- Beschreibung der Anlageziele, Anlagepolitik und Anlagestrategie (einschließlich etwaiger Beschränkungen, Änderungen und Grenzen), sowie die Beschreibung **eingesetzter Instrumente** und Techniken und die damit verbundenen Risiken, Interessenkonflikte und Auswirkungen auf die Wertentwicklung;
- Angaben zum Leverage;
- Angaben zu den Kosten einschließlich Ausgabeaufschlag und Rückgabeabschlag;
- Profil des typischen Anlegers;
- Beschreibung der Regeln für die Ermittlung und Verwendung der Erträge;
- Regeln für die Ermittlung und Verwendung der Erträge und über die Häufigkeit der Ausschüttung von Erträgen;
- Angaben zur Rücknahme der Anteile oder Aktien.

Zudem werden die Inhaltsanforderungen für den Prospekt auch über das KAGB abgesichert, das dem **Anleger bei Fehlerhaftigkeit** des Prospekts in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts einen Rückgewähranspruch in Bezug auf seinen Einlagen, gegen Rückgabe der Fondsanteile, gewährt. Einen inhaltsgleichen Anspruch gibt es auch bei VermAnlG-basierten Fonds.

Zudem werden die Inhaltsanforderungen für den Prospekt auch über das KAGB abgesichert, das dem Anleger bei Fehlerhaftigkeit des Prospekts in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts einen Rückgewähranspruch in Bezug auf seinen Einlagen, gegen Rückgabe der Fondsanteile, gewährt.

Anlagebedingungen

Zudem stehen dem Anleger bei KAGB-basierten Fonds die Anlagebedingungen zur Verfügung. Sie richten sich direkt an den Anleger und stellen zusätzlich zum Verkaufsprospekt nicht nur Informations- sondern auch Haftungsgrundlage für den Anleger dar.

Die Anlagebedingungen haben zudem bei **geschlossenen Publikums-AIF** den Zweck, einen Mindeststandard für die Beteiligung der Anleger festzulegen, denn bei einem solchen Fonds werden die Anleger regelmäßig Gesellschafter. Der Charakter dieser Fondskonstruktion erfordert ein einheitliches Handeln gegenüber allen Anlegern, das über die Anlagebedingungen gewährleistet wird.

Anlagebedingungen bedürfen wie auch der Prospekt im Falle von offenen und geschlossenen Publikumsfonds der **Genehmigung durch die BaFin**, denn das Anlegerschutzbedürfnis ist in diesem Fall entsprechend seiner Ausgestaltung als Fondsvehikel für jede Art von Anleger (auch Kleinanleger) besonders groß. Die BaFin prüft die Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Mindestangaben des KAGB. Anleger müssen sich aber – wie auch in Bezug auf den Verkaufsprospekt – darüber klar sein, dass die Prüfungsplicht der BaFin sich nicht auf die inhaltliche Richtigkeit oder auf die Zweckmäßigkeit der Anlagebedingungen bezieht.

Anlagebedingungen bedürfen wie auch der Prospekt im Falle von offenen und geschlossenen Publikumsfonds der Genehmigung durch die BaFin.

Eine Genehmigungspflicht besteht nicht für inländische Spezial-Al-

ternative Investmentfonds (Spezial-AIF), welche der BaFin ihre Anlagebedingungen lediglich vorlegen müssen. Grund dafür ist, dass bei diesen AIF konträr zu den Publikumsfonds die Zugänglichkeit auf professionelle und semi-professionelle Anleger beschränkt ist, deren Schutzbedürftigkeit als geringer angesehen wird.

Die Anlagebedingungen legen in einem gegenseitigen schuldrechtlichen Vertrag (dem sogenannten Investmentvertrag) die Rechtsbeziehung zwischen Anleger und dem jeweiligen Fonds beziehungsweise – je nach Organisationsform und rechtlicher Ausgestaltung des Fonds – der (Kapital-) Verwaltungsgesellschaft (KVG) – fest.

Die Anlagebedingungen legen in einem gegenseitigen schuldrechtlichen Vertrag **(dem sogenannten Investmentvertrag)** die Rechtsbeziehung zwischen Anleger und dem jeweiligen Fonds beziehungsweise – je nach Organisationsform und rechtlicher Ausgestaltung des Fonds – der (Kapital-) Verwaltungsgesellschaft (KVG) – fest. Vereinfacht gesagt: In diesem Vertrag verpflichtet sich der Anleger zur Zahlung des Ausgabepreises, der Fonds beziehungsweise dessen (Kapital-) Verwaltungsgesellschaft – im Gegenzug – den Anleger zu beteiligen beziehungsweise zum Mitberechtigten zu machen.

Bei den Anlagebedingungen handelt es sich um Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGBen) im Sinne des Bürgerlichen Gesetzbuchs (BGB), denn sie stellen für eine **Vielzahl von Verträgen** vorformulierte Vertragsklauseln dar, die eine Vertragspartei der anderen bei Vertragsschluss stellt, dessen einzelne Klauseln grundsätzlich auch konkludent (also ohne ausdrückliche Erklärung einer Partei) mit **Erwerb der Anteile** beziehungsweise Aktien in den Investmentvertrag mit einbezogen werden können. Soweit es sich um zwingende Regelungen des KAGB handelt, müssen sie den inhaltlichen Vorgaben des KAGB entsprechen, sonst sind sie nichtig, mit der Folge, dass der Fonds/die (Kapital-) Verwaltungsgesellschaft **keinerlei Rechtsansprüche** gegenüber den Anlegern daraus herleiten kann. Sofern es sich bei den Anlagebedingungen aber nicht um zwingende KAGB-Regelungen handelt, bestimmen sich ihre inhaltlichen Grenzen nach den allgemeinen Regeln des BGBs.

Die Anlagebedingungen sind schriftlich abzufassen.

Anlagebedingungen von Publikumsfonds (offene und geschlossene) müssen einen Mindestgehalt an zwingenden Regelungen enthalten, die im KAGB enthalten und damit der Vertragsfreiheit der Parteien entzogen sind.

Während für inländische Spezial-AIF kein Mindestinhalt vorgeschrieben ist, müssen die Anlagebedingungen von Publikumsfonds (offene und geschlossene) einen Mindestgehalt an zwingenden Regelungen enthalten, die im KAGB enthalten und damit der **Vertragsfreiheit** der Parteien **entzogen** sind. Darüber hinaus werden darin je nach Art des Fonds einzelne Spezifika geregelt, so zum Beispiel bei Dach-Hedgefonds oder Immobilien-Sondervermögen.

Anlagebedingungen müssen insbesondere eine Aussage über folgende Punkte treffen:

- Anlagegrundsätze, Techniken und Instrument der Verwaltung;
- Wie die Eigentumsverhältnisse an den im Sondervermögen stehenden Gegenständen beschaffen sind;
- Unter welchen Bedingungen und bei welchen Stellen die Anleger die Rücknahme, gegebenenfalls den Umtausch der Anteile verlangen können;
- Wann und in welcher Weise das Investmentvermögen, sofern es nur für eine begrenzte Dauer gebildet wird, abgewickelt und an die Anleger verteilt wird;
- Höhe des Aufschlags bei der Ausgabe der Anteile oder Aktien oder der Abschlag bei der Rücknahme sowie sonstige vom Anleger zu entrichtende Kosten einschließlich deren Berechnung.

Die Anlagebedingungen müssen vor Auflage des Fonds erstellt werden. Zudem bedarf eine nachträgliche Änderung der Zustimmung

der Anleger. Weil sie direkt auf den Anleger Bezug nehmen, müssen sie zudem in einer verständlichen Sprache abgefasst werden.

VIB

Darüber hinaus steht dem Anleger in Bezug auf VermAnlG-basierte Fonds das **Vermögensanlagen-Informationsblatt**, kurz VIB, zu dessen Erstellung VermAnlG-basierte Fonds verpflichtet sind, zur Verfügung. Diese Verpflichtung besteht aber nur sofern nicht bereits eine Verpflichtung zur Erstellung eines sogenannten PRIIPs BIB besteht (dazu auf der nächsten Seite mehr). Von der VIB-Pflicht sollen die Finanzprodukte erfasst werden, die nicht bereits von der PRIIPs Verordnung erfasst werden. Dadurch werden Regelunglücken und damit **„Schlupflöcher“** in der Finanzbranche vermieden und dient somit der Ausweitung des Anlegerschutzes.

Das VIB soll ausweislich der BaFin-Stellungnahme zum Vermögensanlagen-Informationsblatt sowohl dem Anleger den **Vergleich mit anderen Finanzprodukten** erleichtern, als auch die Transparenz der angebotenen Vermögensanlage erhöhen.

Das VIB soll ausweislich der BaFin-Stellungnahme zum Vermögensanlagen-Informationsblatt sowohl dem Anleger den Vergleich mit anderen Finanzprodukten erleichtern, als auch die Transparenz der angebotenen Vermögensanlage erhöhen.

Das VIB wird für Anleger vor allem bei Vermögensanlagen relevant, bei denen die Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 2a VermAnlG greift, namentlich bei bestimmten Anlagen, die auf Crowdinvesting-Plattformen vertrieben werden (sogenannte Schwarmfinanzierungen). Das VIB stellt in diesen Fällen die **einzige Informationsquelle** dar, an die formale Anforderungen entsprechend dem VermAnlG geknüpft sind. Formal insoweit als dass das VIB einen Warnhinweis, Mindestangaben und Hinweise in der dort vorgeschriebenen Reihenfolge (auch innerhalb der einzelnen Mindestangaben) enthalten muss. Wie bei einem Verkaufsprospekt soll auch dort in Bezug auf die Mindestangaben des VIB im Wege der Überkreuz-Checklist vorgegangen werden. Zudem stellt das VIB in diesen Fällen häufig das einzige zivilrechtliche Haftungsdokument dar und ist damit von enormer Wichtigkeit für den Anleger.

Ähnlich wie bei den Anlagebedingungen sollen im VIB alle für den Anleger relevanten Punkte der **dargebotenen Vermögensanlage** standardisiert als tabellarische Grobübersicht aufgezeigt werden. Diese darf nicht mehr als drei DIN A4 Seiten umfassen. Dazu gehören inter alia:

- Der vorangestellte Warnhinweis, dass die Vermögensanlage mit erheblichen Risiken verbunden ist;
- Diverse Hinweise, unter anderem darauf, dass die Richtigkeit des VIB nicht von der BaFin geprüft wird;
- Genaue Bezeichnung der Vermögensanlage;
- Angaben zur Identität der Anbieterin und der Emittentin einschließlich seiner Geschäftstätigkeit;
- [bei Vermögensanlagen, die wg § 2a VermAnlG eines Verkaufsprospekts nicht bedürfen zusätzlich noch die Dienstleistungsplattform (Homepage und Firma), sowie dessen Vermittlungserlaubnis];
- Angaben zur Anlagestrategie, Anlagepolitik und Anlageobjekt;
- Angaben zur Laufzeit, Kündigungsfrist der Vermögensanlage und die Konditionen der Zins- und Rückzahlung;
- Angaben über die mit der Vermögensanlage verbundenen Risiken;
- Angaben über das Emissionsvolumen, die Art und Anzahl der Anteile;

■ Angaben zu dem auf Grundlage des letzten aufgestellten Jahresabschlusses berechneten Verschuldensgrad der Emittentin;

■ Aussicht für die vertragsgemäße Zinszahlung und Kapitalrückzahlung unter verschiedenen Marktbedingungen;

■ Angaben über die mit der Vermögensanlage verbundenen Kosten und Provisionen [wenn eine Befreiung nach § 2a VermAnlG greift, zusätzlich sämtliche Entgelt und sonstige Leistungen, die die Internet-Dienstleistungsplattform vom Emittenten für die Vermittlung erhält];

■ [Wenn eine Befreiung nach § 2a VermAnlG greift, Angabe, dass ein unmittelbarer oder mittelbarer Einfluss im Sinne von § 2a V VermAnlG nicht vorliegt].

Der Anleger muss die Kenntnisnahme des Warnhinweises vor Vertragsschluss bestätigen, um sich der Risiken der Vermögensanlage bewusst zu werden.

Der **Anleger muss** die Kenntnisnahme des Warnhinweises vor Vertragsschluss **bestätigen**, um sich der Risiken der Vermögensanlage bewusst zu werden.

Das VIB muss von der BaFin gestattet und dort – zusammen mit der Überkreuz-Checkliste – hinterlegt sein, bevor es veröffentlicht werden kann (Billigungsverfahren).

Es besteht während der gesamten Dauer des öffentlichen Angebots eine Aktualisierungspflicht sobald **Angaben im VIB unrichtig** werden oder sich nicht mehr mit den Angaben im Verkaufsprospekt decken.

3.2. PRIIPs und BIB

Hinter dem Begriff PRIIPs verbirgt sich: Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (zu Englisch: packaged retail and insurance-based investment products). Unter PRIIP fällt also jedes Produkt das entweder ein PRIP, also ein **verpacktes Anlageprodukt** für Kleinanleger (packaged retail investment product) oder aber ein Versicherungsanlageprodukt (insurance-based investment product) darstellt.

In der PRIIP-Verordnung (im Englischen: PRIIPs Regulation) ist ein PRIP definiert als eine Anlage, die einschließlich von Zweckgesellschaften oder Verbriefungszweckgesellschaften ausgegeben wird und bei der – unabhängig von der Rechtsform der Anlage – der dem Kleinanleger rückzuzahlende Betrag Schwankungen aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder aufgrund der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden, unterliegt.

In der PRIIPs-Verordnung (im Englischen: PRIIPs Regulation) ist ein PRIP definiert als eine Anlage, die einschließlich von **Zweckgesellschaften oder Verbriefungszweckgesellschaften** ausgegeben wird und bei der – unabhängig von der Rechtsform der Anlage – der dem Kleinanleger rückzuzahlende Betrag Schwankungen aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder aufgrund der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden, unterliegt.

Diese Definition ist bewusst weit gefasst. Darunter fallen mithin auch Finanzprodukte von Gesellschaften, die per Definition vom KAGB nicht erfasst sind und bei denen daher der **bisherige Anlegerschutz** hinter dem von KAGB-basierten Publikumsfonds zurück blieb. Sollten dennoch Finanzprodukte nicht unter die PRIIPs Verordnung fallen, ist – zumindest für den Bereich der VermAnlG-basierten Fonds sichergestellt, dass diese dem VermAnlG und damit der VIB-Pflicht unterfallen.

Unter PRIPs fallen insbesondere:

■ Strukturierte Finanzprodukte, etwa Optionsscheine, die in Versicherungen, Wertpapiere oder Bankprodukte verpackt sind;

■ Finanzprodukte, deren Wert sich von Referenzwerten wie Aktien oder Wechselkursen ableitet (Derivate);

- Geschlossene und offene Investmentfonds;
- Versicherungsprodukte mit Anlagecharakter, wie zum Beispiel kapitalbildende; fondsgebundene Lebensversicherungen und Hybrid-Produkte;
- Instrumente, die von Zweckgesellschaften ausgegeben werden.

Unter einem Versicherungsanlageprodukt versteht man ein Versicherungsprodukt, das einen Fälligkeitswert oder einen Rückkaufwert bietet, der vollständig oder teilweise direkt oder indirekt Marktschwankungen ausgesetzt ist. Davon sind inter alia **ausgenommen Versicherungsprodukte,** die keine Investitionsmöglichkeit bieten und Einlagen, die ausschließlich dem Zinsrisiko unterliegen, sowie Vermögenswerte, die direkt gehalten werden, wie zum Beispiel Aktien und Staatsanleihen.

Die PRIIPs-Verordnung findet seit dem 1. Januar 2018 in ganz Europa unmittelbar Anwendung, denn sie bedarf als EU-Verordnung, anders als eine Richtlinie, keiner Umsetzung ins deutsche Recht. Sie gewährt dem Anleger einen Anspruch auf die Bereitstellung eines sogenannten Basisinformationsblatt, kurz: BIB (im Englischen: Key Information Document, kurz: KID), sowie **Schadensersatzansprüche,** wenn dem Anleger wegen Fehlerhaftigkeit des BIBs ein Schaden entsteht. Zudem stellt die Verordnung Regelungen zu Form, Inhalt und Bereitstellung von BIBs auf.

Es handelt es sich bei den BIBs um vorvertragliche Informationsblätter, die einheitliche Standards in Bezug auf Format, Inhalt und Zugänglichmachung von sämtlichen in der Finanzdienstleistungsbranche aufgelegten Anlageprodukten (unabhängig von ihrer Form und Konzeption) aufstellen. In der delegierten Verordnung der EU-Kommission, (EU) 2017/653 vom 8. März 2017 sind mathematisch-technische und methodische Vorgaben zur Berechnung und Darstellung der Kernelement des BIBs, insbesondere zum Risiko- und Renditeprofil des Finanzprodukts enthalten.

Es handelt es sich bei den BIBs um vorvertragliche Informationsblätter, die einheitliche Standards in Bezug auf Format, Inhalt und Zugänglichmachung von sämtlichen in der Finanzdienstleistungsbranche aufgelegten Anlageprodukten (unabhängig von ihrer Form und Konzeption) aufstellen.

Mit der Vereinheitlichung diesbezüglicher Informationen soll mehr Transparenz für den Kleinanleger geschaffen werden: Er soll in der Lage sein, verschiedene Finanzprodukte auf dem Markt europaweit miteinander vergleichen und dessen prägende Merkmale besser verstehen, insbesondere dessen Kosten und Risiken besser einschätzen zu können.

Über den Anlegerschutz hinaus sollen aber auch die Wettbewerbsbedingungen der Anbieter von Finanzprodukten verbessert werden. Es soll einer Verzerrung des **Wettbewerbs innerhalb der EU entgegengewirkt werden**, die dadurch entsteht, dass in den einzelnen EU-Ländern unterschiedliche Regulierungen von Produkten aber auch unterschiedliche Bräuche in den einzelnen Wirtschaftszweigen/Branchen vorherrschen, die zu uneinheitlichen Konzepten bei der Offenlegung von anlegerrelevanten Informationen führen.

Adressaten der BIBs-Pflicht sind Anbieter beziehungsweise Hersteller von PRIIPs, aber auch Verkäufer und diejenigen Personen, die über solche beraten, in Deutschland typischerweise also Anlageberater und Anlagevermittler.

Die BIBs-Pflicht gilt aber nur gegenüber Kleinanlegern (im Englischen: Retail clients). Wer als Kleinanleger anzusehen ist, richtet sich nach der MiFID-II-Richtlinie. Danach ist jeder als Kleinanleger anzusehen, der nicht im Sinne des Annex II der MiFID II als professioneller Anleger einzustufen ist. **Damit sei klargestellt**, dass auch die in Deutschland (aber nicht auf EU-Ebene) festgelegte Anleger-

kategorie des semi-professionellen Anlegers unter den Kleinanlegerbegriff fällt. Mit anderen Worten **unter Kleinanleger** fallen inter alia auch diejenigen Anleger, die ein Finanzportfolio von bis zu 500.000 Euro aufweisen. Damit dürfte der in der MiFID II enthaltende Begriff von dem abweichen, was der **durchschnittliche Bürger** in Deutschland unter diesem Begriff erwarten würde.

Das BIB stellt ausweislich der Gesetzesbegründung kein Werbematerial dar und soll daher von einem solchen klar getrennt und zu unterscheiden sein.

Die BIBs-Pflicht besteht aber gegenüber dem Kleinanleger nur, wenn er die Anlageentscheidung selbst trifft; Wenn er seine Vermögensverwaltung einem Portfolioverwalter anvertraut hat, muss ihm ein BIB nicht ausgehändigt werden.

Das BIB stellt **ausweislich der Gesetzesbegründung** kein Werbematerial dar und soll daher von einem solchen klar getrennt und zu unterscheiden sein. Zu diesem Zweck darf es keine Informationen enthalten, die ansatzweise Werbezwecken dienen.

Kerninhalte sind insbesondere:

- Produktbeschreibung inklusive Bestimmung des Zielanlegers und Zweckbestimmung der Anlage;
- Gegebenenfalls Warnhinweis;
- Gesamtrisikoindikator, der quantitativ das Markt- und Kreditrisiko abbildet und um qualitative Angaben zur Liquidität (Veräußerbarkeit durch den Verbraucher) zu ergänzen ist. (Dieser Risikoindikator wird auch bei der Kategorie „Risikotoleranz und Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profils des Produktes mit dem Zielmarkt" relevant, dazu siehe nachfolgend Thema „Zielmarktbestimmungen");
- Drei Renditeszenarien und ein Stress-Szenario zur Laufzeit oder empfohlenen Haltedauer des PRIIPs;
- Gesamtkostenindikator und Aufschlüsselung der Kosten, auch zu Zwischenlaufzeiten;
- Angaben zu den Konsequenzen bei vorzeitigem Verkauf oder Kündigung des PRIIPs;
- Information zu Beschwerdemöglichkeiten.

Das BIB muss dem Kleinanleger rechtzeitig und damit grundsätzlich bevor dieser durch einen Vertrag oder ein **Angebot im Zusammenhang mit dem PRIIPs** gebunden wird, zur Verfügung gestellt werden.

Ausnahmsweise und mit sehr hohen Voraussetzungen kann der Verkäufer eines PRIIPs das BIB unverzüglich nach Abschluss der Transaktion bereitstellen, sofern die Transaktion nach vorheriger Kontaktaufnahme und auf Initiative des Kleinanlegers über Fernkommunikationsmittel getätigt wird, die Bereitstellung des BIBs nicht möglich ist und der Kleinanleger über dieses Defizit und darüber, dass er die Transaktion verschieben kann, um das BIB zu erhalten, klar in Kenntnis gesetzt wurde. Der Kleinanleger muss seine Zustimmung dazu erteilen, dass er das BIB erst unverzüglich nach der Transaktion erhält.

Das BIB soll in Papierform zur Verfügung gestellt werden.

Das BIB soll in Papierform zur Verfügung gestellt werden, auf Wunsch des Anlegers kann es diesem aber auch elektronisch, das heißt per Mail oder über die Internetseite des PRIIPs-Herstellers zur Verfügung gestellt werden.

Ein BIB darf – wie beim VIB auch – maximal drei DIN-A4-Seiten umfassen, in denen über Risiken, Renditeprofil und Kosten standardisiert, neutral und transparent aufgeklärt wird. Es soll abstrakte Informationen enthalten, dessen **konkreter Adressat** ein fiktiver Kleinanleger

eines bestimmten Zielmarkts ist. Es ist Aufgabe des Vertriebs zu klären, ob der Anleger im Einzelfall zur richtigen Zielgruppe gehört. Dazu helfen ihm die Zielmarktbestimmungen (dazu Näheres unten).

Die Verordnung nimmt den PRIIPs-Hersteller in die Pflicht die BIBs so abzufassen und gegebenenfalls zu überarbeiten, dass sie für den Kleinanleger richtig, redlich und klar sind und diesen nicht in die Irre führen. Das Vokabular und der Schreibstil sollen so beschaffen sein, dass **der Kleinanleger das BIB verstehen kann**, ohne dass er andere nicht die Vermarktung betreffende Informationen zur Hilfe nehmen muss.

Zudem muss der Hersteller eines PRIIPs diese auf ihre Richtigkeit auch nach Erstellung weiter überprüfen: Insoweit besteht eine fakultative jährliche Prüfungspflicht als auch eine ad-hoc-Überprüfungspflicht für den Fall, dass sich **an dem Produkt etwas verändert,** was aller Voraussicht nach die in dem BIB enthaltenen Informationen beeinflusst. Stellt der Hersteller im Wege der Überprüfung fest, dass sich eine Information geändert hat, trifft ihn zudem eine Überarbeitungspflicht in Bezug auf das BIB.

In der PRIIPs-Verordnung ist der BaFin als deutsche Regulierungsbehörde die Eingriffs- und Sanktionsbefugnis bei Verstößen im Zusammenhang mit dem BIB erteilt worden. **Nichts Näheres** ist **hingegen zur Art der Kontrolle geregelt**, so dass die BaFin ihre Aufgabe nicht in systematischer Kontrolle, sondern im Wege einer sogenannten risikobasierten Missstandsaufsicht durchführt, das bedeutet, sie wird nur dann tätig, wenn eine generelle Aufklärung im Interesse des Verbraucherschutzes geboten erscheint. Dass sich die BaFin die BiBs vorab vorlegen lässt (sogenannte Vorabnotifizierung) ist nicht vorgesehen.

In der PRIIPs-Verordnung ist der BaFin als deutsche Regulierungsbehörde die Eingriffs- und Sanktionsbefugnis bei Verstößen im Zusammenhang mit dem BIB erteilt worden.

Was für eine Erneuerung aber bringen die PRIIPs BIB gegenüber anderen Informationsblättern mit sich?

Die Pflicht, dem Kunden ein Informationsblatt zur Verfügung zu stellen ist ja nicht neu: Bereits vor der PRIIPs Verordnung gab es in Deutschland vereinzelt – für bestimmte Finanzdienstleistungen – die Pflicht zur Erstellung von Produktinformationsblättern, so zum Beispiel nach der **Versicherungsvertragsgesetz-Informationspflichtenverordnung** (VVG-InfoV) oder nach dem Versicherungsvertragsgesetz. Auch das KAGB schreibt in Bezug auf offene Publikumsfonds vor, den Anlegern wesentliche Informationen zu ihren Kapitalanlagen zur Verfügung zu stellen. Auch nach dem WpHG müssen Anbieter von Finanzinstrumenten ein Informationsblatt vorhalten. Dieselbe Pflicht trifft Emittenten von VermAnlG-basierten Fonds, die dem Anleger ein VIB aushändigen müssen (dazu Näheres oben).

Allerdings gibt es sehr wohl hervorzuhebende Unterschiede gegenüber den anderen Informationsblättern: So sieht die PRIIPs-Verordnung einen Schadensersatzanspruch des Anlegers vor, wenn dem Anleger ein Schaden entsteht, weil das BIB bestimmte Anforderungen der Verordnung nicht erfüllt oder dieses mit den Vertragsunterlagen nicht übereinstimmt und der Anleger deshalb eine falsche Anlageentscheidung getroffen hat. Damit geht die Haftung für den Hersteller/Emittenten weiter als beispielsweise die des VermAnlG, bei denen neben dem Hauptanspruch des Anlegers auf Übernahme der Anteile oder Aktien gegen Rückübertragung des Kaufpreises nur die mit dem Erwerb im Zusammenhang stehenden Kosten zurückverlangt werden können, nicht aber sonstige Kosten, die außerhalb des Erwerbsprozesses anfal-

So sieht die PRIIPs-Verordnung einen Schadensersatzanspruch des Anlegers vor,

len. Hingegen ist eine solche Einschränkung in der PRIIPs-Verordnung nicht zu finden.

Zudem werden im BIB die Risiken und Kosten – anders als bei den im nationalem Recht vorgesehenen Informationsblättern – nicht nur verbal, sondern durch Indikatoren dargestellt, die von Parametern bestimmt werden.

Die derzeitige Fülle an verschiedenen Informationsblättern – dessen Erstellungspflicht sich bezüglich einzelner Finanzprodukte teilweise überschneidet – führt dazu, dass einzelne Hersteller, Emittenten und Anbieter bezüglich eines Finanzprodukts **teilweise mehrere Informationsblätter an den Anleger aushändigen müssen,** was in der Praxis mit einem erhöhten zeitlichen und finanziellen Aufwand verbunden ist. Zudem stellt es für den Informationsblattpflichtigen auch eine unnötige Kumulierung der Haftung dar, da er sich zum Teil mehrerer Haftungsgrundlagen ausgesetzt sieht. Nicht zuletzt ist die derzeitige desperate Gesetzeslage zersplitterter, sich teilweise **überschneidender Vorschriften** auch ein Zustand, der dem Anlegerschutz nicht zuträglich ist, diesen möglicherweise sogar ins Gegenteil kehrt, wenn auf den Anleger zahlreiche Informationsblätter gleicher Art „einrieseln" und er deshalb möglicherweise wegen Überforderung die wichtige Bedeutung eines Informationsblatts nicht mehr erkennen vermag.

Es ist daher zu erwarten und zu hoffen, dass der deutsche Gesetzgeber die PRIIPs-Verordnung zum Anlass nehmen wird, die Landschaft der gesetzlichen Produktinformationsblätter neu zu ordnen, so dass der Anleger in Zukunft nur noch ein Informationsblatt pro Finanzprodukt erhalten wird.

Es ist daher zu erwarten und zu hoffen, dass der **deutsche Gesetzgeber** die PRIIPs-Verordnung zum Anlass nehmen wird, die Landschaft der gesetzlichen Produktinformationsblätter neu zu ordnen, so dass der Anleger in Zukunft nur noch ein Informationsblatt pro Finanzprodukt erhalten wird.

3.3. Zielmarktbestimmung

Eine weitere Erneuerung, die die MiFID-II-Richtlinie mit sich bringt, ist die Plicht von Wertpapierfirmen, noch bevor das Finanzprodukt (auch Finanzinstrument genannt) öffentlich auf dem Markt angeboten wird, einen Zielmarkt zu bestimmen. Zu diesem Zweck muss das Finanzprodukt ein sogenanntes Produktgenehmigungsverfahren (Stichwort: Product Governance) beim Hersteller des Finanzprodukts durchlaufen: Es wird ein **bestimmter Zielmarkt für Endkunden** innerhalb der jeweiligen Kundengattung für jedes Finanzinstrument festgelegt und sichergestellt, dass alle einschlägigen Risiken für diesen bestimmten Zielmarkt bewertet werden und dass die beabsichtigte Vertriebsstrategie dem bestimmten Zielmarkt entspricht.

Die Anforderung im Hinblick auf die Zielmarktbestimmungen gelten aber nicht nur für diejenigen, die Finanzinstrumente konzipieren (Hersteller), sondern auch für Wertpapierfirmen, die Kunden die von anderen konzipierten Finanzprodukte anbieten (Vertrieb) oder empfehlen (Anlageberater/Anlagervermittler).

Die Anforderung im Hinblick auf die Zielmarktbestimmungen gelten aber nicht nur für diejenigen, die Finanzinstrumente konzipieren (Hersteller), sondern auch für Wertpapierfirmen, die Kunden die von anderen konzipierten Finanzprodukte anbieten (Vertrieb) oder empfehlen (Anlageberater/Anlagervermittler).

Während in der Vergangenheit – mangels Regelung in der MiFID II selbst – noch weitestgehend darüber Unklarheit herrschte, welche Kriterien zur Bestimmung des Zielmarktes in Ansatz zu bringen sind und die ESMA im Dezember 2014 lediglich ansatzweise und in weniger verbindlicher Weise Bestimmungen des Zielmarktes veröffentlicht hatte, brachte die ESMA (European Securities and Markets Authority) nun „Licht ins Dunkel": **Seit dem 3. Januar 2018 gelten die von der ESMA** herausgegebenen Leitlinien, welche für Hersteller von Finanzprodukten eine Liste von Kategorien zur Zielmarktbestimmung bereithält. Damit werden die Anforderungen

an die Produktüberwachung, also an die Entwicklung und Vertriebssteuerung von Finanzprodukten konkretisiert. Hersteller und Anbieter erhalten damit Vorgaben zur praktischen Umsetzung.

Die BaFin hat als zuständige Behörde am 23. März 2018 in einem Rundschreiben veröffentlicht, dass sie die Leitlinien anwenden wird. Damit steht fest, dass sich auch **hiesige Hersteller**, Vertreiber und Berater von Finanzprodukten an diese Leitlinien halten müssen.

In den Leitlinien sind fünf Kategorien enthalten, die alle gemeinsam zur Festlegung des Zielmarktes für ein bestimmtes Produkt beitragen sollen:

In den Leitlinien sind fünf Kategorien enthalten, die alle gemeinsam zur Festlegung des Zielmarktes für ein bestimmtes Produkt beitragen sollen:

- 1. Der Kundentyp, auf den das Produkt abzielt

Es sollte festgelegt werden, an welchen Kundentyp gemäß der MiFID-II-Kundenkategorisierung aus „Kleinanleger", **„professioneller Kunde"** und/oder „geeignete Gegenpartei" sich das Produkt richtet;

1. Der Kundentyp, auf den das Produkt abzielt.

- 2. Kenntnisse und Erfahrungen

Es sollen die Kenntnisse und Erfahrungen konkretisiert werden, welche die Zielkunden über Elemente wie **relevanter Produkttyp,** Produkteigenschaften und/oder Kenntnisse auf thematisch verwandten Gebieten, haben sollten;

2. Kenntnisse und Erfahrungen.

- 3. Finanzielle Situation des Zielkunden, insbesondere im Hinblick auf die Fähigkeit, Verluste zu tragen

Es sollte der Anteil der Verluste angeben werden, den Zielkunden finanziell zu tragen imstande und zu tragen gewillt sind (zum Beispiel von geringfügigen **Verlusten bis zum Gesamtverlust**), und ob es zusätzliche Zahlungsverpflichtungen gibt, welche die Anlagesumme überschreiten könnten (zum Beispiel Margenausgleich). Dies könnte auch als maximaler Anteil des Anlagevermögens ausgedrückt werden, der investiert werden sollte;

3. Finanzielle Situation, insbesondere im Hinblick auf die Fähigkeit, Verluste zu tragen.

- 4. Risikotoleranz und Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profils des Produkts mit dem Zielmarkt

Es sollte die generelle Einstellung festgelegt werden, die Zielkunden in Bezug auf **Investitionsrisiken haben** sollten. Grundlegende Risikoeinstellungen sollten kategorisiert (zum Beispiel „risikoorientiert oder spekulativ", „ausgewogen", „konservativ") und klar beschrieben werden. Sie sollten explizit über die Kriterien, die erfüllt sein müssen, um einen Kunden auf diese Weise zu kategorisieren, informieren. Zur Erfüllung dieser Anforderung sollten Firmen, soweit anwendbar, den von der PRIIPs-Verordnung oder der OGAW-Richtlinie festgelegten Risikoindikator verwenden (dazu oben Näheres);

4. Risikotoleranz und Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profils des Produktes mit dem Zielmarkt.

- 5. Ziele und Bedürfnisse des Kunden

Die Anlageziele und -bedürfnisse der Zielkunden, die ein Produkt zu erfüllen hat, sollten festgelegt werden, einschließlich der breiteren finanziellen Ziele der Zielkunden oder der Gesamtstrategie, die sie bei der Investition verfolgen.

5. Ziele und Bedürfnisse des Kunden.

Die Beschreibung einer oder mehrerer der vorstehenden Kategorien kann zur Identifizierung einer weiter gefassten Gruppe von Zielkunden führen, die eine enger gefasste Gruppe miteinschließt.

Es lässt sich subsumieren: Je komplizierter ein Produkt ist, desto detaillierter sollte herausgearbeitet werden, für welchen Zielmarkt das Produkt bestimmt ist. **Dieser Grundsatz lässt sich auch ins Gegenteil kehren:** Je einfacherer und gebräuchlicher ein Produkt ist, desto weniger detailliert muss der Zielmarkt festgelegt werden.

Die Detailtiefe muss aber noch insoweit bestehen bleiben, dass nicht auch Kunden vom Zielmarkt erfasst sind, für die das Produkt offenbar nicht geeignet ist.

Nach der MiFID II sind Hersteller von Finanzprodukten gehalten, diese so zu konzipieren, dass sie den Bedürfnissen des bestimmten Zielmarktes von Endkunden innerhalb der jeweiligen Kundengattung entsprechen, dass sie zumutbare Schritte unternehmen um zu gewährleisten, dass die **Finanzinstrumente an den bestimmten Zielmarkt** vertrieben werden und dass sie die Bestimmung des Zielmarktes und die Wertentwicklung der von ihnen angebotenen Produkte regelmäßig überprüfen. Zudem sind sie verpflichtet, allen Anbietern sämtliche sachgerechte Informationen zu dem Finanzinstrument und dem Produktgenehmigungsverfahren, einschließlich des bestimmten Zielmarkts des Finanzinstruments, zur Verfügung zu stellen.

Des Weiteren sind Anbieter und Berater von Finanzprodukten gehalten, diese zu verstehen und die Vereinbarkeit dieser mit den Bedürfnissen der Kunden, gegenüber denen sie Wertpapierdienstleistungen erbringen, beurteilen zu können. **Sie müssen sicherstellen,** dass Finanzprodukte nur angeboten oder empfohlen werden, wenn dies im Interesse des Kunden liegt. Diese Pflicht bleibt unbeschadet einer etwaigen **Pflicht zur Beurteilung der Angemessenheit oder Eignung** bestehen, die später durch die Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen auf individueller Basis für die einzelnen Kunden auf der Grundlage ihres persönlichen Bedarfs sowie ihrer persönlichen Merkmale und Ziele durchgeführt wird.

Doch welche Erneuerungen in der Finanzwelt sind mit Einführung der Zielmarktbestimmungen verbunden?

Zumindest teilweise sind bereits Ansätze einer Zielmarktbestimmungspflicht in den nationalen Vorschriften verankert. So ist im KAGB vorgesehen, das Profil des typischen Anlegers, für den das Investmentvermögen konzipiert ist, als eines der **Mindestangaben** in dem Prospekt mitaufzunehmen. Auch in der VermVerkProspVO ist für VermAnlG-basierte Fonds geregelt, Angaben über die Anlegergruppe, auf die die Vermögensanlage abzielt, vor allem im Hinblick auf den Anlagehorizont und seine Fähigkeit, Verluste, die sich aus der Vermögensanlage ergeben können, zu tragen, im Prospekt mitaufzunehmen.

Die wirkliche Innovation durch die Einführung der Zielmarktvorgaben liegt zum einen in dem Zeitpunkt der Beachtung der Zielmarktvorgaben

Die wirkliche Innovation durch die Einführung der Zielmarktvorgaben liegt zum einen in dem Zeitpunkt der Beachtung der Zielmarktvorgaben: Diese müssen nun schon bereits zeitlich weit vor der Marketingtätigkeit/dem Vertrieb erfolgen. Zum anderen sind die Zielmarktbestimmungen gegenüber den oben genannten nationalen Bestimmungen detaillierter und beziehen mehrere Aspekte mit ein, so dass damit auch das Niveau des Anlegerschutzes erhöht wurde. Zudem ist der Anwendungsbereich weiter: Erfasst sind sämtliche Finanzprodukte im Sinne der MiFID II, nicht nur Fondsprodukte.

3.4 Kostentransparenz

Eine weitere Erneuerung erfolgte mit Einführung der MiFID II und der PRIIPs-Regulierung in Bezug auf die Kostentransparenz von Finanzprodukten.

Dazu enthält Art. 24 IV der MiFID II die zentrale aber recht allge-

mein gehaltene Regelung. Danach müssen **sämtliche Kosten und verbundenen Gebühren** dem Kunden oder auch nur potenziellen Kunden rechtzeitig zur Verfügung gestellt werden (die sogenannten „mitzuteilenden Kosten").

Die dem Kunden mitzuteilenden Kosten beziehen sich zum einen auf die Wertpapierdienstleistung und die damit verbundenen Nebenleistungen, einschließlicher Beratungskosten, zum anderen auf Kosten des dem Anleger empfohlenen oder vermarkteten Finanzprodukts und der **diesbezüglichen Zahlungsmöglichkeiten des Kunden** sowie etwaiger Zahlungen durch Dritte. Des Weiteren sind auch die Kosten und Nebenkosten im Zusammenhang mit der Konzeption und Verwaltung des Finanzprodukts mitumfasst. Damit sollen alle Kostenpunkte erfasst werden, die dem Kunden gegenüber berechnet werden.

Die einzelnen Kostenposten und dessen Berechnung, einschließlich der dafür erforderlichen Gesamtindikatoren soll für alle Wertpapierfirmen in gleicher Weise gelten und nach einer bestimmten, standardisierten Methode erfolgen. Näheres dazu ist in der Delegierten Verordnung der Kommission zur MiFID II EU 2017/653 festgelegt. Weiterführende Informationen finden sich auch in den Q&As der ESMA zu PRIIPs KID (im Deutschen: PRIIPs BIB), sowie in den Q&As der ESMA zur MiFID II und MIFIR zum Thema Anlegerschutz und Vermittler. Die beiden letztgenannten **Quellen enthalten sehr konkrete Informationen** zu den einzelnen aufklärungsrelevanten Kostenpunkten und zu eventuellen Besonderheiten einzelner Finanzprodukte und dienen damit als Anleitung für die praktische Umsetzung der MiFIDII-Kostentransparenzregelung und der PRIIPs-Verordnung.

Sämtliche Kosten sollen als Gesamtkosten zusammengefasst werden, die es dem Kunden so ermöglichen, alle Kosten und die kumulative Wirkung auf die Rendite der Anlage verstehen zu können. Wertpapierfirmen sind gehalten, diese kumulative Wirkung auch graphisch darzustellen. **Die Kosten müssen als Betrag und prozentual ausgewiesen werden**. Auf Wunsch des Kunden soll eine Aufstellung nach Posten zur Verfügung gestellt werden.

Sämtliche Kosten sollen als Gesamtkosten zusammengefasst werden, die es dem Kunden so ermöglichen, alle Kosten und die kumulative Wirkung auf die Rendite der Anlage verstehen zu können.

Die Informationspflicht zu den Kosten besteht grundsätzlich für alle Arten von Anlegern, also für Kleinanleger und professionelle Anleger gleichermaßen. Nach der Delegierten Verordnung der Kommission EU 2017/653 ist es den Wertpapierfirmen jedoch möglich, durch Einigung mit einem professionellen Anleger, die dort enthaltenen Informationspflichten zu den Kosten zu reduzieren. Die Informationspflichten nach Art. 24 IV der MiFID II hingegen müssen als Mindeststandard erhalten bleiben und können daher nicht im Wege der Parteivereinbarung abbedungen werden.

Die mitzuteilenden **Kosten werden aufgeteilt** in zwei fachliche Kategorien:

Die ex-ante-Kosten vor dem Erwerb des Finanzprodukts. Diese beruhen auf einer Kostenschätzung, die – sofern vorhanden – auf Basis von Vergangenheitszahlen herangezogen werden;

Ex-post-Kosten nach dem Erwerb, welche die tatsächlich angefallenen Kosten widerspiegeln.

Die ex-ante-Kosten-Offenlegungspflicht trifft Wertpapierfirmen, die Finanzprodukte empfehlen (Anlageberater) oder diese vertreiben (zum Beispiel Emittenten, die ihre Finanzprodukte direkt vertreiben), sowie sämtliche Wertpapierfirmen, die bei Erbringung ihrer Wertpapierdienstleistung verpflichtet sind, dem Kunden ein

PRIIPs-KID (im Deutschen: PRIIPs-BIB) oder ein OGAW-KID zukommen zu lassen. Die Offenlegungspflicht aller nicht davon erfassten Wertpapierfirmen hingegen beschränkt sich auf die **Information zu Kosten und Nebenkosten** bezüglich der Investition als solche und/oder der (selbst) erbrachten Nebendienstleistung. **Die Informationen müssen zudem rechtzeitig offengelegt werden**. Das bedeutet im Falle eines Anlageberaters vor Erteilung der Anlageempfehlung. Dort wo eine Anlageberatung nicht stattfindet, mit Anbieten des Finanzprodukts.

Über die ex-post-Kosten muss eine Wertpapierfirma aufklären, wenn sie eine **laufende Geschäftsbeziehung** mit dem Kunden hat. Wann es sich um eine laufende Geschäftsbeziehung handelt, ist hingegen nicht definiert. Die Informationen zu den Kosten sollen dem Kunden regelmäßig, mindestens jährlich zur Verfügung gestellt werden. Tatsächlich angefallene Kosten müssen individualisiert angegeben werden.

Umfasst sind bezüglich der ex-ante-, sowie ex-post-Kosten sowohl direkte als auch indirekte Kosten, einmalige sowie wiederkehrende Kosten. Wie diese definiert sind, findet sich im Anhang II der Delegierten Verordnung EU 2017/653.

Umfasst sind bezüglich der ex-ante-, sowie ex-post-Kosten sowohl direkte als auch indirekte Kosten, einmalige sowie wiederkehrende Kosten. Wie diese definiert sind, findet sich im Anhang II der Delegierten Verordnung EU 2017/653.

Danach muss über **folgende Kostenpunkte** – getrennt in Kosten für die Dienstleistung und Kosten für das Produkt – **aufgeklärt werden:**

Kosten im Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung:

- Einmalige:

Kündigungsgebühren;

Depotgebühren;

Umstellungskosten, das heißt die Kosten, die dem Anleger entstehen, wenn er von einer Wertpapierfirma zu einer anderen wechselt.

- Fortlaufende:

Verwaltungsgebühren;

Beratungshonorar;

Depotgebühren;

Alle Kosten im Zusammenhang mit Geschäften, die im Zuge der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung eingeleitet wurden

Alle Kosten im Zusammenhang mit Geschäften, die im Zuge der **Erbringung einer Wertpapierdienstleistung** eingeleitet wurden:

Maklerprovisionen die einer Wertpapierfirma entstehen, wenn diese im Auftrag ihrer Kunden handelt;

An den Vermögensverwalter gezahlte Bei- und Austrittsgebühren;

Plattformgebühren;

Aufschläge (im Transaktionspreis enthalten);

Stempelsteuer;

Transaktionssteuer;

Wechselgebühren.

3.5. Inwieweit ist Werbung belastbar und eine zuverlässige Quelle? Was ist erlaubt, was ist verboten?

Werbung bietet den Herstellern beziehungsweise den Emittenten in der Fondsbranche – wie auch anderswo – die Möglichkeit, auf ihr Produkt aufmerksam zu machen, potenzielle Kunden zu akquirieren und – ja – damit Geld zu verdienen.

Sie ist nicht nur von praktischer Relevanz für den Hersteller beziehungsweise Emittenten, weil er **auf diese Weise sein Produkt anpreisen** kann, ohne dass die Werbematerialien dem aufwendigen Billigungsverfahren der Aufsichtsbehörde unterzogen werden müssen.

Vielmehr ist es auch aus der regulatorischen Sicht der Aufsichtsbehörde wichtig, festzustellen, ob bereits Werbemaßnahmen vorliegen. Denn die BaFin sieht mit Beginn von jeglichen Werbemaßnahmen – anders als andere **ausländische Regulierungsbehörden** (so beispielsweise die CSSF in Luxemburg) – bereits das Vorliegen eines öffentlichen Angebots, an dessen Vorliegen gleich mehrere Pflichten des Emittenten geknüpft sind, unter anderem die Prospektpflicht nach dem VermAnlG (siehe dazu oben).

Aber auch die Werbung von Fondsprodukten unterliegt regulatorischen Anforderungen:

Davon haben einige bereits in den nationalen Gesetzen Einzug gehalten.

So ergeben sich für VermAnlG-basierte Fonds Einschränkungen aus § 12 VermAnlG. Dieser sieht unter anderem vor, dass bereits in den Werbematerialien ein Verweis auf den Prospekt und dessen Veröffentlichung, sowie Warnhinweise/Hinweise auf die Risiken und die Rendite der Vermögensanlage erfolgt. Für WpHG-basierte Fonds, die der Prospektpflicht unterliegen, sind die **regulatorischen Anforderungen noch strenger**: Nach § 15 WpPG müssen Werbeanzeigen als solche klar erkennbar sein und die darin enthaltenen Angaben nicht unrichtig oder irreführend sein. **Die Angaben dürfen darüber hinaus nicht im Widerspruch** zu den Angaben stehen, die der Prospekt enthält. Zudem müssen sämtliche Informationen, auch wenn sie nicht zu Werbezwecken dienen, mit den im

Prospekt enthaltenen Angaben übereinstimmen.

Diese **Kohärenzpflicht** mit dem Prospekt kennt man eigentlich nur im Verhältnis zwischen Prospekt und der oben beschriebenen Produktinformationsblätter.

Aber nicht nur die nationalen Bestimmungen, sondern auch die MiFID-II-Richtlinie enthält regulatorische Bestimmungen zur Werbung.

So wird in Artikel 16 Absatz 3 die Pflicht einer Wertpapierfirma, **die Finanzprodukte zum Verkauf an Kunden konzipiert** (Hersteller) begründet, ein Verfahren für die Genehmigung jedes einzelnen Finanzinstruments und jeder wesentlichen Anpassung bestehender Finanzinstrumente zu unterhalten, zu betreiben und zu überprüfen (sogenannte Product Governance, siehe oben), bevor sie an Kunden überhaupt vermarktet oder vertrieben werden. Damit ist **klargestellt, dass auch bereits für die dem Vertrieb regelmäßig** vorgelagerte Phase der Werbung die Pflicht zur Zielmarktbestimmung, mit dem dazu erforderlichen umfangreichen Prozedere besteht. Im Gegensatz zu der Rechtslage vor der MiFID II, findet damit eine sehr frühe Zielmarktidentifizierung statt, dessen Ergebnis

die Anbieter von Finanzprodukten in der Praxis bereits in Bezug auf ihre Geschäftspolitik und Vertriebsstrategie beachten sollten. An den Anbieter (Vertrieb), aber auch den Berater/Vermittler, werden aber noch weitere Anforderungen gestellt: Sie müssen die Finanzprodukte auch überprüfen und damit auch alle Ereignisse berücksichtigen, die wesentlichen Einfluss auf das potenzielle Risiko für den bestimmten Zielmarkt haben können. Zudem müssen sie weiterhin beurteilen, ob das Finanzprodukt weiterhin den Bedürf-

Dieser sieht unter anderem vor, dass bereits in den Werbematerialien ein Verweis auf den Prospekt und dessen Veröffentlichung, sowie Warnhinweise/Hinweise auf die Risiken und Rendite der Vermögensanlage erfolgt.

Diese Kohärenzpflicht mit dem Prospekt kennt man eigentlich nur im Verhältnis zwischen Prospekt und der oben beschriebenen Produktinformationsblätter.

Sie müssen die Finanzprodukte auch überprüfen und damit auch alle Ereignisse berücksichtigen, die wesentlichen Einfluss auf das potenzielle Risiko für den bestimmten Zielmarkt haben können.

nissen des bestimmten Zielmarkts entspricht oder ob die beabsichtigte Vertriebsstrategie immer noch geeignet ist. Zudem müssen sie über geeignete Vorkehrungen verfügen, um die bezüglich der Zielmarktbestimmungen relevanten Informationen zu erhalten und die Merkmale, sowie den Zielmarkt jedes des von ihnen betriebenen Finanzprodukts zu verstehen.

Ob mit diesen erhöhten Anforderungen das **Ende der „beliebigen" Werbung** (die wahllos an jedermann verschickt werden kann) in Bezug auf ein Finanzprodukt einhergeht, bleibt abzuwarten. Artikel 16 der MiFID II lässt dies wegen seines klaren Wortlauts **zumindest vermuten und auch die Leitlinien der ESMA vom 3. Januar 2018**, nach denen sich auch die BaFin richtet, **sprechen dafür**.

Dagegen und damit etwas verwunderlich ist allerdings Absatz 85 der Erwägungen zur MiFID II, der den Fall der **Werbung „an das Publikum generell" mitaufnimmt** und damit Mutmaßungen zulässt, dass eine Werbung ohne Zielmarktbestimmung auch **in Zukunft nicht in Gänze ausgeschlossen sein soll**. Klärungen, ob dieser Absatz im Kontext der MiFID II von Gewicht und wie er gegebenenfalls auszulegen ist oder ob dessen Entstehung nur auf Nachlässigkeit des europäischen Gesetzgebers beruht, ist Sache der Aufsichtsbehörden.

Zumindest im Bereich des Vertriebs dürfte man sich, größtenteils entsprechend der neuen Anforderungen gerüstet, mit den weitreichenden Regelungen zur Zielmarktbestimmung bei geplanten Marketingaktionen vertraut gemacht und die **Vertriebssysteme** entsprechend umgestellt haben. So werden beispielsweise E-Mail-Verteiler nunmehr in die entsprechenden Zielmarktkategorien eingeteilt und entsprechende kategorisierte Informationsspeicherungssysteme in Bezug auf die Zielmarktkategorien geschaffen.

So werden beispielsweise E-Mail-Verteiler nunmehr in die entsprechenden Zielmarktkategorien eingeteilt.

Die Umstellung der Vertriebs-/Marketingsysteme ist aber auch unter haftungsrechtlichen Gesichtspunkten ratsam.

Zwar können in Bezug auf KAGB-basierte Fonds fehlerhafte Angaben in den Werbematerialien nicht zu einem **Haftungsanspruch des Anlegers nach § 306 Abs. 1KAGB** führen, denn dieser bezieht sich nach seinem eindeutigen Wortlaut lediglich auf den Verkaufsprospekt. Gleiches gilt für VermAnlG-basierte Fonds in Bezug auf § 20 VermAnlG, denn eine Haftung bei Fehlerhaftigkeit des Werbematerials ist dort nicht enthalten.

Werbematerialien nicht zu einem Haftungsanspruch des Anlegers nach § 306 Abs. 1 KAGB führen,

Allerdings kommt eine Haftung für fehlerhafte Angaben im Werbematerial nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen, insbesondere nach den Grundsätzen der **vorvertraglichen Pflichtverletzung** (culpa in contrahendum oder c.i.c. genannt) in Betracht. Anders als die oben genannten Ansprüche aus dem Fondsrecht setzt dieser aber ein Verschulden des Emittenten beziehungsweise des Anbieters oder Beraters voraus, von dem sich dieser unter Umständen – zu Ungunsten des Anlegers – freizeichnen kann.

4. Welche Informationsquellen über den Markt und die Rechtslage gibt es?

Autor: Peter Mattil

Der Kapitalmarkt bietet ein breites Spektrum von Tatsachen, Informationen und Meinungen, die sich als Grundlage für eine Berichterstattung eignet.

4.1 Die Emittenten selbst

Auf den Websites der Produktemittenten finden sich meist die Prospekte, Nachträge, Adhoc- Meldungen zu den jeweiligen Produkten. Da es sich um Verkaufsprospekte handelt, muss der Inhalt natürlich mit der angebrachten Distanz gelesen werden. Sie bieten aber nach den gesetzlichen Vorschriften Angaben über die Geschäftsstrategie, Prognosen und Renditeerwartungen, Finanzzahlen, Risiken, Verflechtungen und vieles mehr.

Auf den Websites der Produktemittenten finden sich meist die Prospekte, Nachträge etc.

(Prospekte) bieten aber nach den gesetzlichen Vorschriften Angaben über die Geschäftsstrategie, Prognosen und Renditeerwartungen, Finanzzahlen, Risiken, Verflechtungen und vieles mehr.

4.2 BaFin

Auf der Website der BaFin finden sich Angaben darüber, ob und wann der Emittent einen Prospekt veröffentlicht hat. Dort finden sich auch **Datenbanken über zugelassene Finanzdienstleistungsinstitute, Haftungsdächer und andere nützliche Quellen.**
Die BaFin gibt regelmäßig Newsletter heraus und veröffentlicht Adhoc-Mitteilungen der Emittenten, ebenso wie Warnungen, zum Beispiel im Falle unerlaubter Bankgeschäfte oder wegen des Verdachts auf Marktmanipulationen im Wertpapierbereich. Außerdem bietet sie zu vielen Themen kompaktes Finanzwissen, zum Beispiel zu Wertpapieren, Derivaten und Weiteres. Ebenso finden sich dort Hinweise auf **Recht und Regulierung** bestimmter Anlageformen, wie zum Beispiel zu ETF oder Direktinvestments.

4.3 Gesetzgebung

Der rechtliche Rahmen des Kapitalmarktes ist in ständiger Veränderung. Mehrmals im Jahr werden neue Vorschriften erlassen oder bestehende geändert. Die Regulierung setzt sich nicht nur aus deutschen Gesetzen und Verordnungen zusammen, sondern auch aus europäischen Richtlinien und Verordnungen, die weitgehende Bereiche umfassen. Viele Vorschriften kommen aus Brüssel und werden im Bundestag nur noch in deutsches Recht umgesetzt, beispielsweise die Zahlungsdienstrichtlinie, die Prospektrichtlinie, die AIFM, aktuelle die EU-Prospektverordnung. Um beurteilen zu können, ob beispielsweise ein Prospekt richtig und vollständig ist, genügt nicht der **Blick in das Wertpapierprospektgesetz**. Ergänzend sind die entsprechenden europäischen Vorgaben zu beachten.
Auf der Website des Bundestages und der EU-Kommission sind dazu gewisse Informationen erhältlich, zum Beispiel zu laufenden Gesetzgebungsvorhaben. Der Bundestag veröffentlicht dazu Stellungnahmen von Sachverständigen (siehe zum Beispiel Ausschüsse/Finanzausschuss), die in öffentlichen Anhörungen befragt werden). Die Diskussionen im Finanzausschuss, zum Beispiel zu der aktuellen EU-Prospektverordnung, können dort eingesehen werden. Der Leser kann sich ein Bild machen, welcher **Sachverständige/Lobbyist** sich in welcher Form zu Regulierungsvorhaben äußert.
Auch auf der Website der EU-Kommission können Hintergrundinformationen zu Richtlinien, Verordnungen, Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen eingesehen werden, die beispielsweise aktu-

Auf der Website des Bundestages und der EU-Kommission sind dazu gewisse Informationen erhältlich, zum Beispiel zu laufenden Gesetzgebungsvorhaben.

elle Marktentwicklungen oder Regulierungsabsichten betreffen.

4.4 Websites der Anwälte

Die dort aufzufindenden Angaben und Hinweise sind natürlich mit der entsprechenden Skepsis zu lesen, aber sie bieten oft sachliche Hintergründe.

Viele Anwaltskanzleien veröffentlichen Informationen und Meinungsäußerungen zu aktuellen, in der Krise befindlichen oder gar insolventen Anlageangeboten. **Die dort aufzufindenden Angaben und Hinweise** sind natürlich mit der entsprechenden **Skepsis** zu lesen, aber sie bieten oft sachliche Hintergründe und Stellungnahmen zu Entwicklungen, die aus Verbrauchersicht relevant sind. Gegebenenfalls können die Anwälte angesprochen und zu weiteren Erläuterungen und Nachweisen befragt werden.

4.5 Presse

EXXECNEWS, **DFPA:** Der Leser kann sich dort über viele Aspekte des Kapitalmarktes kundig machen, sowohl hinsichtlich aktueller Angebote, als auch Markttendenzen, Regulierungsentwicklungen und vieles andere.

Generell sollte ein Journalist die ganze Breite der Möglichkeiten nutzen und jede Meldung mit kritischem Verstand zur Kenntnis nehmen.

Auch die Tagespresse berichtet zu aktuellen Ereignissen in der Welt des Kapitalmarktes, oft natürlich im **Hinblick auf Ereignisse des allgemeinen Interesses** wie Pleiten, Skandale, etc., aber auch zu Tendenzen, Hintergründen, Regulierungen und anderem. Dasselbe gilt für Wochen- und Monatszeitschriften, die sich mit Kapitalmarktthemen befassen.

Generell sollte ein Journalist die ganze Breite der Möglichkeiten nutzen und jede Meldung mit kritischem Verstand zur Kenntnis nehmen. Wenn eine Informationsquelle eine **Darstellung oder Behauptung** bietet, ist der Wahrheitsgehalt/die Glaubwürdigkeit immer nochmals zu prüfen. Dies gilt sogar dann, wenn Meldungen als Tatsachenbehauptungen aufgestellt werden, die oft unzutreffend und hinterfragungswürdig sind.

5. Was ist MiFID II?

Autor: Daniel Berger

MiFID II ist die allgemein gebräuchliche Kurzform für die neue, am 03. Januar 2018 in Kraft getretene Finanzmarktrichtlinie der EU. Die Buchstabenfolge leitet sich aus dem englischen Richtliniennamen Markets in Financial Instruments Directive ab. Die nachgestellte Ziffer II deutet an, es dass auch eine MiFID I gibt – oder besser gesagt: gab. Denn bei der MiFID I handelte es sich um die Vorgängerrichtlinie, welche seit Ende 2007 galt. Mit ihr sollte ein einheitliches Regelwerk für den EU-Binnenmarkt geschaffen werden. Die MiFID I verfolgte vor allem zwei Ziele: Zum einen sollte der Anlegerschutz durch eine **Verschärfung der sogenannten Wohlverhaltensregeln** gestärkt werden, also der Pflichten von Wertpapierfirmen (Banken und Finanzdienstleistungsinstituten) gegenüber ihren Kunden. Zum anderen sollte die Markt- und Handelstransparenz durch Einführung einheitlicher Regelungen für den außerbörslichen Wertpapierhandel verbessert werden. Es zeigte sich jedoch – insbesondere im Zuge der Finanzkrise 2008 – dass die Vorschriften unzureichend waren. Im Bereich des Anlegerschutzes ließen sie zu viele Schlupflöcher zu und erwiesen sich häufig als zahnloser Tiger. Bei der Markttransparenz begünstigte die MiFID I sogar eine erhebliche **Zunahme des außerbörslichen Handels** in sogenannten Darkpools, zudem wurde sie insbesondere im Bereich des Hochfrequenzhandels von der technischen Entwicklung überholt.

Die Buchstabenfolge MiFID leitet sich aus dem englischen Richtliniennamen Markets in Financial Instruments Directive ab.

Vor diesem Hintergrund sah sich der EU-Gesetzgeber veranlasst, das bestehende Regelwerk komplett zu überarbeiten. Dementsprechend beschränkt sich die MiFID II nicht darauf, lediglich an Stellschrauben zu drehen, sondern die Richtlinie ersetzt die MiFID I vollständig. Im Ausgangspunkt geht es weiterhin um dieselben Themen – nämlich den Anlegerschutz und die Marktstruktur beim Wertpapierhandel. Allerdings sind die Regelungen weitaus detaillierter und führen zu einer erheblichen Verschärfung der Regulierung, was auch in Erweiterung der **Eingriffsbefugnisse der Finanzaufsicht** zum Ausdruck kommt. Einige der wichtigsten Neuerungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes werden weiter unten näher beleuchtet.

Vor diesem Hintergrund sah sich der EU-Gesetzgeber veranlasst, das bestehende Regelwerk komplett zu überarbeiten.

5.1 Umsetzung der MiFID II in Deutschland

Vorher soll jedoch aufgezeigt werden, wie die MiFID II rechtstechnisch umgesetzt wurde. Nur dann lässt sich nämlich erahnen, vor welche administrativen Herausforderungen die Richtlinie betroffene Wertpapierfirmen stellt. Als EU-Richtlinie gilt die MiFID II nicht unmittelbar, sie ist lediglich das Grundgerüst, welches in nationales Recht umgesetzt werden muss. Diese Umsetzung stellt sich jedoch erheblich komplexer dar als bei „normalen" EU-Richtlinien. Grund hierfür ist das sogenannte Lamfalussy-Verfahren, benannt nach seinem (Mit-)Erfinder Alexandre Lamfalussy. **Dieses Verfahren wurde speziell für den Kapitalmarktbereich entwickelt.** Verkürzt gesagt sieht es vor, dass die Umsetzung der jeweiligen EU-Richtlinie zwar wie sonst durch nationale Gesetze in den EU-Mitgliedstaaten erfolgt. Dies wird jedoch flankiert durch sogenannte Level-2 und Level-3-Maßnahmen auf europäischer Ebene.

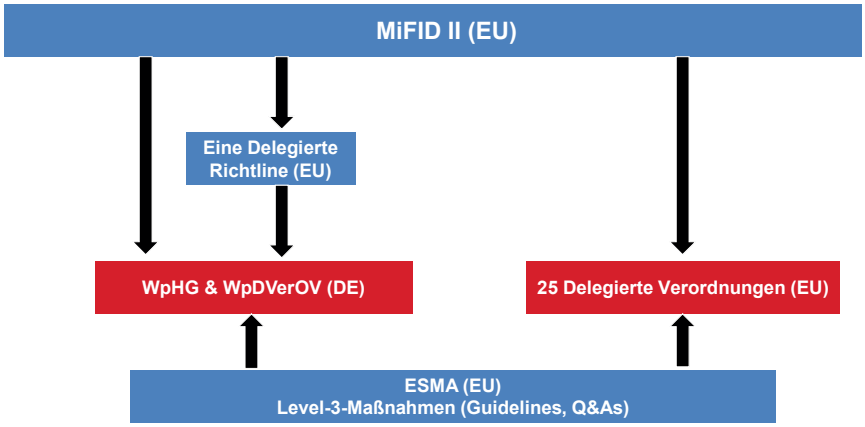
Als EU-Richtlinie gilt die MiFID II nicht unmittelbar,

Bei den Level-2-Maßnahmen handelt sich um Delegierte EU-Verordnungen und Delegierte EU-Richtlinien, welche von der EU-Kommission erlassen werden. Wie ihre großen Schwestern, die „echten" EU-Verordnungen und EU-Richtlinien, unterscheiden sich beide

Diese Level-3-Maßnahmen haben zwar keinen rechtsverbindlichen Charakter, sondern stellen eher Auslegungsgrundsätze dar, wie sich die ESMA die Anwendung der Vorschriften vorstellt.

Rechtsetzungsakte dadurch, dass eine Delegierte Verordnung ohne weitere Umsetzungsakte unmittelbar in den EU-Mitgliedsstaaten gilt, während eine Delegierte Richtlinie noch in nationales Recht umgesetzt werden muss. Als ob das Ganze nicht schon unübersichtlich genug wäre, gibt es dann auf Level-3 noch **Leitlinien und Empfehlungen** der zuständigen Europäischen Finanzaufsichtsbehörde, für die MiFID II ist dies die European Securities and Markets Authority (ESMA). Diese Level-3-Maßnahmen haben zwar keinen rechtsverbindlichen Charakter, sondern stellen eher Auslegungsgrundsätze dar, wie sich die ESMA die Anwendung der Vorschriften vorstellt. Gleichwohl haben sie in der Praxis eine erhebliche Bedeutung, weil die nationalen **Aufsichtsbehörden** (vorliegend also die BaFin) ihre Verwaltungspraxis in aller Regel danach ausrichten.

Umsetzung MiFID II



Zur MiFID II wurden bislang insgesamt 26 Level-2-Maßnahmen erlassen – 25 Delegierte Verordnungen und eine Delegierte Richtlinie,

Das **Lamfalussy-Verfahren** hat sich auf die Fahne geschrieben, die Rechtsetzung in der EU zu beschleunigen und effektiver auszugestalten. Ob es tatsächlich geeignet ist, dieses Ziel zu erreichen, darf jedoch bezweifelt werden, wenn man sich die MiFID II anschaut (siehe Grafik 1). Zur MiFID II wurden bislang insgesamt 26 Level-2-Maßnahmen erlassen – 25 Delegierte Verordnungen und eine Delegierte Richtlinie, denen jeweils ein längerer Konsultationsprozess vorausgegangen war. Hinzu kommen mehrere Level-3-Maßnahmen der ESMA in Form von Guidelines und Q&As (abrufbar in der ESMA Library unter www.esma.europa.eu). Nicht zu vergessen sind **ferner die nationalen Vorschriften**, mit denen die MiFID II in den einzelnen Mitgliedsländern umgesetzt wurden. In Deutschland sind dies das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und die Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und-Organisationsverordnung (WpDVerOV). Schließlich existiert – quasi gleichranging mit der MiFID II auf Level-1 – mit der MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) noch eine EU-Verordnung, welche weitere Vorschriften zu **marktbezogenen Themen und den Befugnissen** der Aufsichtsbehörden bereithält. Ungeachtet der Frage, ob das Lamfalussy-Verfahren tatsächlich zu einer beschleunigten und effektiveren Rechtsetzung geführt hat, hat sich jedenfalls eines nicht vereinfacht – nämlich die Rechtsanwendung. Wer ein Rechtsproblem im Zusammenhang mit der MiFID II lösen will, muss im Regelfall in mehrere Regelwerke parallel schauen (siehe Tabelle).

Wo finden sich Regelungen zu einzelnen Anlegerschutzthemen der MiFID II					
Thema	Wertpapierhandelsgesetz (Deutschland)	Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung (Deutschland)	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565	Delegierte Richtline (EU) 2017/593	ESMA (Level-3)
Provisionen/ Zuwendungen	§ 64 Absätze 5 und 7 § 70	§ 6-7		Artikel 11-13	Q&As Anlegerschutz
Kosteninformationen	§ 63 Absatz 7		Artikel 50-51		Q&As Anlegerschutz
Telefonaufzeichnungen	§ 83 Absätze 3-9	§ 9 Absatz 2	Artikel 76		Q&As Anlegerschutz
Product Governance	§ 63 Absätze 4-5 § 80 Absätze 9-13	§§ 11-12		Artikel 9-10	Product Governance Guidelines

Die Q&As sind amtlich über die Homepage der ESMA (www.esma.europa.eu) nur in englischer Sprache abrufbar (amtliche Bezeichnung: Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics). Die BaFin hat jedoch auf ihrer Internetseite (www.bafin.de) eine (unverbindliche) deutsche Übersetzung zur Verfügung (Fragen und Antworten zu den Themenbereichen Anlegerschutz und Vermittler in MiFID II und MiFIR in deutscher Sprache) zur Verfügung gestellt.
Für die Product Governance Guidelines existiert hingegen eine amtliche deutsche Fassung, welche über die ESMA-Homepage abgerufen werden kann (amtliche Bezeichnung: Leitlinien zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II).

5.2 Wichtigste Neuerungen beim Anlegerschutz

Beim Themenkomplex Anlegerschutz ist die Rechtsanwendung dabei noch verhältnismäßig einfach. Neben dem WpHG und der WpDVerOV finden sich hierzu Regelungen nur in zwei der insgesamt 26 Level-2-Maßnahmen. Auch die ESMA hat hierzu mit den **Product-Governance-Guideliness** und den Qs&As zum Anlegerschutz bislang lediglich **zwei Level-3-Maßnahmen** erlassen. Allerdings haben es die Neuerungen inhaltlich in sich und werden zu einer erheblichen Veränderung der Vertriebsstruktur führen.

Provisionen und Kosten

Ganz vorne zu nennen sind die Verschärfungen der Provisionsvorschriften. Hier hat MiFID II einen Paradigmenwechsel eingeleitet. Generell verboten sind Provisionen für Vermögensverwalter und Honoraranlageberater, diese dürfen sich nur durch den Kunden entlohnen lassen. Bei anderen Wertpapierdienstleistungen dürfen Wertpapierfirmen Provisionen nur einstreichen, wenn dem Kunden hierfür eine echte Qualitätsverbesserung in Form eines Mehrwertes oder einer Zusatzleistung geboten wird. Das Kriterium der **Qualitätsverbesserung gab es zwar auch unter der MiFID I. Allerdings waren die Anforderungen** gesetzlich nur vage geregelt und daher lasch ausgelegt. Unter MiFID II sind die Vorgaben, was als Qualitätsverbesserung anzusehen ist, hingegen ziemlich konkret.

Bei anderen Wertpapierdienstleistungen dürfen Wertpapierfirmen Provisionen nur einstreichen, wenn dem Kunden hierfür eine echte Qualitätsverbesserung in Form eines Mehrwertes oder einer Zusatzleistung geboten wird.

Die BaFin geht hierbei sogar noch einen Schritt weiter. Die deutsche Finanzaufsichtsbehörde steht nämlich auf dem Standpunkt, dass jegliche Provisionszahlungen vollständig für qualitätsverbessernde Maßnahmen verwendet werden müssen, also von der Wertpapierfirma keine Gewinnanteile einbehalten werden dürfen. Es ist zwar zweifelhaft, ob diese Auffassung mit den zugrunde liegenden Rechtsvor-

schriften vereinbar ist. Jedoch ist die BaFin nicht irgendwer. Sollte sie sich mit ihrer Auffassung durchsetzen, würde dies de facto ein weitestgehendes Provisionsverbot zu Folge haben.

Bei der Provisionsoffenlegung führt die MiFID II ebenfalls zu Verschärfungen. Während unter MiFID I in aller Regel die bloße Nennung von Provisionsspannen genügte (also zum Beispiel zwischen zwei und sechs Prozent), sind Provisionen nunmehr gegenüber dem Kunden auf Heller und Cent auszuweisen. Grundsätzlich hat dies vor dem Erwerb der Anlage zu geschehen. Wenn die genaue Höhe vorab noch nicht feststeht, dann ist der Betrag zu schätzen, in diesem Fall hat nachträglich eine genaue Bezifferung zu erfolgen. Außerdem ist der Kunde über fortlaufende Zuwendungen (zum Beispiel Bestandsprovisionen) mindestens einmal jährlich zu informieren. Zwar nicht als Provisionen, aber als nicht monetäre Zuwendungen ebenfalls offenlegungspflichtig sind Finanzanalysen, welche die Wertpapierfirma kostenlos erhalten hat. Da hiermit ein nicht unerheblicher **administrativer Aufwand** verbunden ist, wird dies voraussichtlich dazu führen, dass für Finanzanalysen häufiger gezahlt wird.

Offengelegt werden müssen dem Kunden auch die sonstigen Kosten des Finanzinstruments.

Offengelegt werden müssen dem Kunden auch die sonstigen Kosten des Finanzinstruments. Erforderlich ist eine dezidierte Ausweisung der Gesamtkosten in Euro sowie in Prozent, so dass dem Kunden die Auswirkungen auf die Rendite verdeutlicht werden. In einer Delegierten Verordnung werden hierzu detaillierte Vorgaben gemacht, wie die Kostenausweisung zu erfolgen hat. Hierdurch will man erreichen, dass sich die Kosten verschiedener **Finanzprodukte besser vergleichen lassen.**

Anlageberatung

Bei der Anlageberatung sind die Neuerungen schon überschaubarer. An den Kriterien, welche Wertpapierfirmen bei der Beratung erfragen und berücksichtigen müssen, um ihren Kunde ein geeignete Finanzprodukt zu empfehlen (sogenannte Geeignetheitsprüfung), ändert sich im Vergleich zur MiFID I nichts Nennenswertes. Als neu genannt wird häufig die Geeignetheitserklärung, in welcher Wertpapierfirmen die wesentlichen Umstände der Beratung dokumentieren müssen. Um eine wirkliche Neuheit handelt es sich jedoch nicht, weil der deutsche Gesetzgeber mit dem Beratungsprotokoll bereits in der Vergangenheit ein vergleichbares Instrument eingeführt hatte. Abgesehen von dieser sprachlichen Änderung sind die Unterschiede gering. Während es beim Beratungsprotokoll eher um die zutreffende Erfassung der persönlichen Kundenverhältnisse ging, liegt der Schwerpunkt bei der Geeignetheitserklärung auf der **Begründung der Anlageempfehlung**. Diese muss individuell ausfallen und darlegen, wie die Empfehlung auf die persönlichen Umstände des Kunden abgestimmt ist und warum ein bestimmtes Anlageprodukt empfohlen wurde. Zudem treffen den Berater erhöhte Informationspflichten über den Inhalt der Beratungsleistung. So ist der Kunden darüber aufzuklären, ob die Beratung unabhängig (gegen Honorar) oder abhängig (gegen Provision) erbracht wird, ob sie auf eine breite oder schmale Produktpalette gestützt wird und ob Nachberatungsleistungen angeboten werden.

Zudem treffen den Berater erhöhte Informationspflichten über den Inhalt der Beratungsleistung.

Product Governance

Mit der MiFID II eingeführt wurde ein völlig neues Instrument zur Vertriebssteuerung. Hierfür hat sich bereits die Bezeichnung Product Governance etabliert (zu Deutsch: Produktsteuerung). Danach muss für jedes Finanzinstrument in einem internen Produktfreigabeverfahren ein Zielmarkt festgelegt werden, an welchen

Anlegertypus sich das Produkt richtet. Die vorgegebenen Kriterien ähneln denen der **Geeignetheitsprüfung bei der Anlageberatung.** Insoweit kann die vorhandene Zielmarktdefinition für Wertpapierfirmen bei einer Beratung als Orientierungshilfe durchaus nützlich sein. Die Verpflichtung zu Erstellung der Zielmarktdefinition trifft nach der gesetzlichen Konzeption die das Finanzinstrument vertreibende Wertpapierfirma, welche allerdings auf eine vom Emittenten bereitgestellte Definition zurückgreifen kann, sofern diese die rechtlichen Vorgaben erfüllt.

Mit der Festlegung des Zielmarktes hat Product Governance aber noch nicht sein Bewenden. Vielmehr ist von der betroffenen Wertpapierfirma in einem zweiten Schritt fortlaufend zu überprüfen, ob die Zielmarktvorgaben tatsächlich eingehalten werden (also die „richtigen" Kunden das Produkt erwerben) und/oder aufgrund aktueller Ereignisse anzupassen sind. Entsprechende Statistiken müssen von der Wertpapierfirma erstellt und auf Anforderung der BaFin vorgelegt werden. Parallel dazu werden die Befugnisse der Aufsichtsbehörde gestärkt, den Vertrieb einzelner Finanzinstrumente zu beschränken oder ganz zu verbieten.

Telefonaufzeichnungen

Banken und Finanzdienstleistungsinstitute sind seit dem 03. Januar 2018 verpflichtet, alle Telefongespräche, in denen es um Anlagegeschäfte geht, aufzuzeichnen. **Die Aufzeichnungen**, welche fälschungssicher sein müssen, **sind mindestens fünf Jahre aufzubewahren** und auf Anforderung sowohl dem Kunden als auch der Aufsichtsbehörde zur Verfügung zu stellen. In einem Gerichtsprozess zwischen der Wertpapierfirma und dem Kunden dienen sie als vollwertiges Beweismittel. Widerspricht der Kunde einer Aufzeichnung, ist ein Geschäftsabschluss nur unter eingeschränkten Voraussetzungen möglich.

Banken und Finanzdienstleistungsinstitute sind seit dem 03. Januar 2018 verpflichtet, alle Telefongespräche, in denen es um Anlagegeschäfte geht, aufzuzeichnen.

Interessenkonflikte

Die organisatorischen Anforderungen zum Umgang mit Interessenkonflikten von Wertpapierfirmen werden erhöht. In der Vergangenheit lag der rechtliche Schwerpunkt nicht unbedingt auf der Vermeidung derartiger Konflikte. Vielmehr genügte es im Regelfall, wenn der Kunde hierüber abstrakt in standardisierter Form informiert wurde. Unter der MiFID II gilt hingegen der Grundsatz, dass **Interessenkonflikte vorrangig zu vermeiden sind.** Sichergestellt werden soll dies durch verschiedene organisatorische Maßnahmen, welche Wertpapierfirmen auferlegt werden. Ob sich diese tatsächlich als wirksames Instrument erweisen, bleibt jedoch abzuwarten. Da die meisten Regelungen an die interne Struktur von Wertpapierfirmen adressiert sind, dürfte ein entscheidender Faktor sein, wie scharf die tatsächliche Einhaltung von der Finanzaufsicht kontrolliert wird.

Die organisatorischen Anforderungen zum Umgang mit Interessenkonflikten von Wertpapierfirmen werden erhöht.

Teil IV - DIGITALISIERUNG

Seite 89 **1. Crowdinvesting**

Autor: Professor Dr. Thomas Zacher

1.1 Was sind die besonderen Merkmale des Crowdfunding oder Crowdinvesting?

1.2 Welche Vorteile bietet Crowdinvesting?

1.3 Welche Risiken gibt es?

1.4 Welche Parameter werden für die Zukunft entscheidend sein?

Seite 93 **2. Fintechs**

Autor: Florian Kelm

2.1 Typische Merkmale von Fintechs

2.2 Lizenzpflicht: Ja oder nein?

2.3 Vermeidung des Lizenzverfahrens durch Auslagerung

2.4 Lizenz

2.5 Geltungsbereich der Lizenz

Seite 98 **3. Initial Coin Offerings (ICOs) – Die neue digitale Finanzierungs- und Anlageform**

Autor: Dr. Oliver Zander

Summary

3.1 Was sind ICOs?

3.2 Wie läuft ein ICO ab?

3.3 Für welche Geschäftsmodelle eignet sich ein ICO?

3.4 Wie ist ein ICO regulatorisch einzuordnen?

3.5 Haftungsrisiken

3.6 Risiken für die Anleger

1. Crowdinvesting

Autor: Professor Dr. Thomas Zacher

„Crowdfunding ist die Demokratisierung der Investment-Branche"; so oder so ähnlich wird das Thema Crowdfunding oft beworben. Der Begriff des Crowdfunding ist als solcher noch ein relativ junger Begriff, welcher mit „Schwarmfinanzierung" einigermaßen sinngetreu ins Deutsche übersetzt werden kann. **Er bedeutet zunächst einmal, dass sich eine (sehr große) Anzahl von Menschen zusammenfindet,** um eine jeweils (relativ) kleine Summe aufzubringen, die aufgrund der großen Anzahl der Teilnehmer dann aber in einen stattlichen Gesamtbetrag mündet. Uns allen ist dieses Prinzip schon lange aus dem Bereich der herkömmlichen Spendensammlungen („Crowddonation") bekannt. Im hier interessierenden Zusammenhang mit der Finanzierung von Sachanlagen spricht man auch genauer vom **„Crowdinvesting",** welches neben dem **Schwarmcharakter** zugleich den Umstand betont, dass die beteiligten Personen ihre Einzelbeträge zu Anlagezwecken investieren. Manchmal wird hiervon noch das „Crowdlending" unterschieden, dass „Schwarmdarlehen" bezeichnen soll. Der Unterschied zwischen Crowdinvesting und Crowdlending liegt also in der Zuführung von Eigenkapital beziehungsweise eigenkapitalähnlichen Mezzaninekapital und echtem Fremdkapital.

Das Prinzip ist schon lange aus dem Bereich der herkömmlichen Spendensammlungen („Crowddonation") bekannt.

Der Unterschied zwischen Crowdinvesting und Crowdlending liegt also in der Zuführung von Eigenkapital beziehungsweise Fremdkapital.

1.1 Was sind die besonderen Merkmale des Crowdfunding oder Crowdinvesting?

Zunächst betrifft der Begriff im engeren Sinne nur die Seite der Kapitalsammlung, nicht die Kapitalverwendung. Kapital wird durch eine große Anzahl von Beteiligten in vielen kleinen Tranchen aufgebracht. Beim Zielinvestment, für das dieses gesammelte Kapital verwandt wird, gibt es begrifflich zunächst keine Schranken. **Dies können Investitionen direkt in Sachwerte sein,** aber begrifflich auch Schuldverschreibungen und nicht verbriefte Darlehen und Beteiligungen an Unternehmen, wie etwa stille Beteiligungen, aber auch Aktien. Derzeit sind insbesondere sogenannte Nachrangdarlehen am Markt weit verbreitet, bei denen Unternehmen zur Projekt- und/oder Wachstumsfinanzierung **eine bestimmte Kapitalsumme für eine überschaubare Laufzeit zur Verfügung gestellt wird**. Dieses Fremdkapital ist „nachrangig", das heißt klassische Darlehensgeber wie etwa Banken werden im Falle eines Falles vorrangig befriedigt. Dafür ist die Renditeerwartung höher als bei klassischen Fremdkapitalfinanzierungen. Damit kann oft auch **dann Kapital generiert werden, wenn klassische Finanzierungsformen über die üblichen Wege nicht in Betracht kommen**, Kommt es schließlich vor, dass das Verständnis für die entsprechende Investition (noch) fehlt, wie zum Beispiel bei Start-ups oder der Entscheidungs- und Kapital-Sammlungsprozess zu langwierig wäre. Aufgrund des nachrangigen Charakters haben solche Darlehen oft eine eigenkapitalähnliche Stellung; man spricht auch von **„Mezzanine-Kapital".** Dies deshalb, weil hier auch das Eigenkapital seine Verzinsung beziehungsweise Gewinnanteile erst nachrangig nach dem echten Fremdkapital zugewiesen erhält; der Unterschied zum echten Eigenkapital liegt aber darin, dass keine gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsrechte vermittelt werden.

Derzeit sind insbesondere sogenannte Nachrangdarlehen am Markt weit verbreitet,

Damit kann oft auch dann Kapital generiert werden, wenn klassische Finanzierungsformen über die üblichen Wege nicht in Betracht kommen,

Obwohl Crowdinvesting im Prinzip nur **eine spezielle Ausprägung der Kapitalsammlung** darstellt, hat der Gesetzgeber in § 2a des Vermögensanlagengesetzes besondere Befreiungen für Schwarmfinanzierungen von einigen Vorschriften dieses Gesetzes vorgese-

hen. Insbesondere besteht nicht die Pflicht zur Erstellung eines vollständigen Verkaufsprospektes und auch einige weitere Regularien sind in diesem Bereich **etwas „sanfter"; ein Vermögensanlageinformationsblatt** als zusammengefasste Kurzinformation ist aber in jedem Fall erforderlich. Darüber hinaus gibt es Beschränkungen sowohl im Hinblick auf die angebotene Vermögensanlage selbst (insgesamt 2,5 Millionen desselben Emittenten) wie auch auf die Zeichnungssumme des jeweiligen Anlegers (maximal 10.000,00 Euro). Darüber hinaus hat der **Gesetzgeber in § 2a Abs. 3 Vermögensanlagengesetz auch festgelegt**, dass die vermittelnde Internet-Dienstleistungsplattform bestimmte **Prüfungspflichten** hat, welche auch die individuellen Maximalzeichnungssummen zum Gegenstand hat.

Crowdfunding wird in der Praxis und zur Einhaltung der gesetzlichen Erleichterungen in oft weit entwickelter digitalisierter Form angeboten und hat insoweit am Markt durchaus eine Vorreiterrolle eingenommen.

Damit kommen wir zum dritten Merkmal, welches oft auch im gleichen Atemzug mit dem Crowdfunding genannt wird. Obwohl begrifflich keine zwingende Verbindung besteht, wird das Crowdfunding in der Praxis und zur Einhaltung der gesetzlichen Erleichterungen in oft weit entwickelter **digitalisierter Form angeboten und hat insoweit am Markt durchaus eine Vorreiterrolle eingenommen**. Nicht nur Erst- und Folgeinformationen potenzieller Kunden, sondern auch der Zeichnungsprozess und die nachfolgende Kundenbetreuung und Verwaltung der Kundengelder einschließlich der Auszahlung von auszuschüttende Renditen bis hin zur Schlusszahlung werden digitalisiert. Auch Produktauswahl und Produktmanagement der Zielinvestitionen erfolgen weitestgehend in dieser Form, sodass der Anleger nicht nur sein Investment, sondern im Regelfall auch die Entwicklung der beziehungsweise des **Ziel-Assets** bequem von seinem **Internetzugang aus verfolgen kann.** Ein nächster Schritt bedeutet das Crowdfunding auf Blockchain-Basis. Die Blockchain-Technologie wird dabei oft dazu genutzt, dass statt über den Transfer zwischen klassischen Bankkonten digitale Währungen benutzt werden, um Einzahlungen und Auszahlungen vorzunehmen. Das Initial Coin Offering (ICO) welches in einem anderen Abschnitt näher beschrieben wird, ist damit oft mit dem Crowdinvesting eng verbunden.

Ein nächster Schritt bedeutet das Crowdfunding auf Blockchain-Basis.

1.2 Welche Vorteile bietet Crowdinvesting?

Aufgrund der schlanken Strukturen können kapitalsuchende Unternehmen und (Klein-Investoren) auf direktem Wege zueinander finden.

Als erster Vorteil wird oft der schon eingangs angesprochene Gedanke der „Demokratisierung" des Anlagemarktes genannt. **Aufgrund der schlanken Strukturen** können kapitalsuchende Unternehmen und (Klein-Investoren) auf direktem Wege zueinander finden; ohne zwischengeschaltete intermediäre oder Gate-Keeper. Dies spart Aufwand und Kosten.

Oft wird in diesem Zusammenhang auch herausgehoben, dass der Anleger keine zusätzlichen Vertriebsprovisionen, ein Agio oder Ähnliches zu bezahlen hat. **Dies ist nur teilweise richtig: Auch beim Crowdfunding entstehen Vertriebskosten,** die allerdings im Vergleich zu klassischen Anlageformen meist deutlich niedriger sind, aber in das vertriebene Kapitalanlageprodukt bereits „eingepreist" sind. Völlig „kostenlos" ist damit auch das Crowdfunding in der Regel nicht.

Zum Thema der „Schwarmfinanzierung" gehört auch das Stichwort der „Schwarmintelligenz".

Zum Thema der „Schwarmfinanzierung" gehört auch das Stichwort der „Schwarmintelligenz". **Eine Vielzahl von Anlegern** kann sich nicht irren, so kann man argumentieren. In der Vergangenheit hat sich dies jedoch nicht immer bewahrheitet; andererseits gibt es inzwischen auch bereits eine beachtliche Anzahl erfolgreich abgeschlossener Crowdinvesting-Projekte.

Im Vergleich zu anderen Anlagen wird oft auch hervorgehoben, dass gerade aufgrund der **begrenzten Anlagebeträge** nur ein überschaubares Risiko bestehe. Will man aus Anlegersicht persönlich ein „Klumpenrisiko" vermeiden, muss allerdings auch im Rahmen der Schwarmfinanzierung auf eine Verteilung auf mehrere Anlagen geachtet werden.

Da es sich meistens um konkrete Projekte handelt, in die auch im Regelfall in einer bereits **fortgeschrittenen Projektphase** investiert wird, gibt es für den Anleger oft schon hinreichend Parameter, um sich ein Bild von der konkreten Verwendung seiner Mittel zu machen. Es ist also kein „Blind-Pool-Konzept".

Hiermit korrespondiert die in der **Regel begrenzte Laufzeit** von circa zwei bis drei Jahren.

Als weiterer Vorteil wird manchmal genannt, dass im Wege des Crowdinvesting Investitionen möglich werden, die von herkömmlichen Kapitalgebern (noch) nicht richtig wahrgenommen würden oder bei deren **anderweitige Entscheidungsprozesse** zu langwierig wären. Auch dies kann ein interessanter Faktor sein, der aber zugleich auch Risiken mit sich bringen kann: Wer früher oder schneller als andere einsteigt, hat manchmal den Vorteil des „First Mover" – tendenziell aber auch ein höheres Risiko.

Als weiterer Vorteil wird manchmal genannt, dass im Wege des Crowdinvesting Investitionen möglich werden, die von herkömmlichen Kapitalgebern (noch) nicht richtig wahrgenommen würden oder bei deren anderweitige Entscheidungsprozesse zu langwierig wären.

1.3 Welche Risiken gibt es?

Die genannten Pluspunkte korrelieren natürlich auch mit entsprechenden Risiken, die meist schon direkt mit dem **genannten möglichen Vorteil in Beziehung stehen**. Ergänzend soll daher nur auf folgende Punkte hingewiesen werden:

Da auf eine – persönliche – Beratung durch Vermittler oder Berater in der Regel verzichtet wird, ist eine derartige individuelle Begleitung auch vor dem **Hintergrund der finanziellen Situation des einzelnen Anlegers** jedenfalls auf klassische Weise oft nicht gegeben. Der eine mag dies als Vorteil empfinden, der andere als Nachteil.

Das Gleiche gilt für den gesamten Kommunikations- und Informationsprozess. Auch hier ist es eine Geschmacks- und manchmal auch Generationsfrage, ob man den **digitalisierten Online-Ansatz für sich als Vorteil ansieht**. Interessanterweise sind es aber nicht nur die ganz Jungen, die sich verstärkt für Crowdinvesting interessieren. Jedenfalls bisher zeigen verschiedene Erhebungen, dass insbesondere Männer mittleren Alters hierdurch angesprochen werden.

Ein weiterer Knackpunkt ist die Sorgfalt und Professionalität bei der Auswahl der Zielinvestments. Die anfangs noch stark belächelte Branche hat sich dort zunehmend professionalisiert und Kriterien- und Sicherheitsmechanismen etabliert, die bei der Eingrenzung des **Risikos des jeweiligen Zielinvestments** helfen sollen. Diese werden auch meistens den Kunden transparent gemacht, sodass man hierdurch eine entsprechende Orientierungshilfe hat. Einige Anlagen sind allerdings trotzdem in der Vergangenheit Misserfolge gewesen, einige Anbieter auch vom Markt verschwunden.

Ein weiterer Knackpunkt ist auch die Sorgfalt und Professionalität bei der Auswahl der Zielinvestments.

Außerdem besteht eine Korrelation: Je differenzierter und ausführlicher der Investitionsprozess institutionalisiert wird, **desto mehr können auch im Extremfall die Vorteile** wie schnelle Entscheidung, schlanke Kostenstruktur und relativ hohe Renditeaussichten im Vergleich zu herkömmlichen Kapitalanlagen **wieder abnehmen**. Die sich zunehmend etablierende Branche steht vor einer

Herausforderung: Sie muss sich noch weiter professionalisieren, ohne zugleich ihre Vorteile gegenüber klassischen Anbietern zu verlieren. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch, dass aus beiden Richtungen durchaus eine Angleichung am Markt erkennbar ist: Klassische Anbieter und auch Banken interessieren sich zunehmend für das Crowdinvesting und strecken ihre Fühler in dieser Richtung aus; **die junge Branche der Anbieter und Plattformen in diesem Bereich übernimmt** aber zum Teil auch Prozesse und Erfahrungen aus dem klassischen Anlagebereich, um sich vor vermeidbaren Risiken und Anfangsfehlern auch im Sinne der Anleger besser zu wappnen.

In diesem Zusammenhang verweisen kritische Stimmen besonders aus dem „vollregulierten" Bereichen der Investmentbranche natürlich auch auf Wettbewerbsverzerrungen und gesteigerte Risiken,

In diesem Zusammenhang verweisen kritische Stimmen besonders aus dem „vollregulierten" Bereichen der Investmentbranche natürlich auch auf Wettbewerbsverzerrungen und gesteigerte Risiken, wenn sich zum Beispiel Konjunkturlage im Allgemeinen oder speziell im Bereich des Immobiliensektors wieder einmal ändern könnte: **Das unterschiedliche Regulierungsniveau** einschließlich der Prospektpflicht würde klassische Anbieter zum Nachteil der umfassenden Aufklärung und Information der Anleger relativ benachteiligen und höhere Kosten verursachen; ein einheitliches Schutz- und Regulierungsniveau wird auch im Hinblick auf die hiermit verbundenen Kosten gefordert.

Schließlich ist beim Crowdfunding auch jeder Anleger individuell gefordert

Schließlich ist beim Crowdfunding auch jeder Anleger individuell gefordert: Die **überschaubaren Einzelanlagesummen** und die meist kürzere Laufzeit wie auch der schlankere Entscheidungs- und Zeichnungsprozess sollten nicht dazu führen, seine Anlageentscheidung gleichsam am Frühstückstisch zwischen Kaffee und Frühstücksei zu treffen. Der Anleger ist hier „näher dran" – er trägt aber auch mehr Eigenverantwortung.

1.4 Welche Parameter werden für die Zukunft entscheidend sein?

Tatsächlich bleibt es eine spannende Herausforderung für die Zukunft, die Vereinfachung, aber auch Transparenz und Qualität sowohl der Anbindungsprozesse für das Anlegerpublikum wie auch im Hinblick auf die Zielinvestments noch weiter zu vereinfachen aber gleichzeitig auch zu professionalisieren. **Gerade wenn das bisherige Wachstum in dieser Branche anhält**, könnte es auch zunehmend schwieriger werden, hinreichend interessante und erfolgsversprechende Zielinvestments zu finden. Dies sollte jedoch nicht zu einem „race to the bottom" bei den Anforderungen an den Investitionsentscheidungsprozess und die Begleitung der Zielinvestments führen, nur damit der Nachschub gesichert ist. **Offen ist deshalb auch, ob sich die Anzahl der Anbieter am Markt verbreitern wird** oder eine zeitweilig in den letzten Jahren zu verzeichnende Tendenz zur Konzentration auf einen begrenzten Kreis zunehmend erfahrender und qualifizierter Anbieter anhält. Nicht zuletzt sind auch Politik, Gesetzgebung und Verwaltungspraxis gefragt: Ebenso wie es falsch wäre, aus einer anfänglichen „Sozialromantik" heraus das kleinteilige Crowdinvesting allzu sehr aus dem **Kanon der Transparenz- und Anlegerschutzregelungen herauszunehmen**, dürfen und sollten auch die Besonderheiten dieses neuen Segmentes nicht durch überbordende Bürokratie wieder abgewürgt werden. Klassische Vorstellungen lediglich auf digitale Zeichnungsprozesse zu übertragen, wäre zu kurz gesprungen – die Besonderheiten dieser Branche bedürfen auch neuer Ansätze. Damit lassen sich auch partiell durchaus unterschiedliche Regulierungen im Verhältnis zu anderen Anlageprodukten rechtfertigen und die Gefahr eines Katzenjammers in einigen Jahren zumindest eingrenzen.

Gerade wenn das bisherige Wachstum in dieser Branche anhält, könnte es auch zunehmend schwieriger werden, hinreichend interessante und erfolgsversprechende Zielinvestments zu finden.

Klassische Vorstellungen lediglich auf digitale Zeichnungsprozesse zu übertragen, wäre zu kurz gesprungen.

2. Fintechs

Autor: Florian Kelm

Die Bezeichnung Fintech ist ursprünglich ein angloamerikanischer Begriff, der sich aus den Worten Financial Services und Technology zusammensetzt. Inhaltlich geht es stets um **Dienstleistungen im Finanzsektor**. Eine allgemein anerkannte Definition von Fintechs gibt es jedoch nicht. Die Verwendung des Begriffs Fintechs kann sich zum einen auf Unternehmen selbst beziehen oder auf eine innovative Technologie beziehungsweise Geschäftsmodell, mit deren Hilfe die Dienstleistung vermarktet wird oder werden soll. Im Kern geht es also um Unternehmen, die mithilfe innovativer Technologien neuartige Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen anbieten. Das Angebot erfolgt dabei in der Regel über neue Apps oder neue Anwendungs-Software. Häufig handelt es sich bei den Fintech-Unternehmen um sogenannte Internet-Start-ups.

Die Verwendung des Begriffs Fintechs kann sich zum einen auf Unternehmen selbst beziehen oder auf eine innovative Technologie beziehungsweise Geschäftsmodell, mit deren Hilfe die Dienstleistung vermarktet wird oder werden soll.

2.1 Typische Merkmale von Fintechs

Fintechs weisen neben den gerade angesprochenen Aspekten weitere typische Merkmale auf. Das Geschäftsmodell sieht eine vollständige digitale Umsetzung vor, was Fintechs von herkömmlichen Anbietern von Finanzdienstleistungen unterscheidet. Ein weiterer Unterschied beispielsweise zu etablierten Banken besteht darin, dass Fintechs regelmäßig kein umfassendes Angebot von Finanzdienstleistungen im Programm haben, sondern sich auf einzelne spezielle Angebote fokussieren. Hierbei sollen auch die Vorteile der Digitalisierung genutzt werden, das heißt insbesondere soll erreicht werden, dass Fintechs einfach zugänglich und einfach in der Anwendung sind, und außerdem möglichst schnell, kostengünstig und transparent.

Ein weiterer Unterschied beispielsweise zu etablierten Banken besteht darin, dass Fintechs regelmäßig kein umfassendes Angebot von Finanzdienstleistungen im Programm haben, sondern sich auf einzelne spezielle Angebote fokussieren.

Der **Kundennutzen** steht also im Vordergrund des Angebots eines Fintechs-Unternehmens. Weiteres Charakteristikum ist, dass das Geschäftsmodell in der Regel internetbasiert ist und technisches Kernstück häufig ein Algorithmus oder eine neue Softwareanwendung beziehungsweise App ist.

Typisch für Fintechs ist ferner, dass vollständig neue Produkte entwickelt und angeboten werden. Fintechs befassen sich daher weniger mit der Verbesserung oder bloßen Änderung herkömmlicher Geschäftsmodelle oder Informationstechnologie-Systemen. Man spricht auch von disruptiven Innovationen/Technologien, weil Fintechs oder Fintech-Produkte darauf ausgerichtet sind, **die bestehenden Marktverhältnisse zu durchbrechen** und etablierten Anbietern Marktanteile abzunehmen. So ist beispielsweise das Angebot eines Online-Zahlungssystems (wie zum Beispiel PayPal) naturgemäß darauf gerichtet, unter anderem etablierten Anbietern von Kreditkarten Marktanteile abzunehmen.

Man spricht auch von disruptiven Innovationen/Technologien, weil Fintechs oder Fintech-Produkte darauf ausgerichtet sind, die bestehenden Marktverhältnisse zu durchbrechen und etablierten Anbietern Marktanteile abzunehmen.

In anderen Branchen sind innovative Technologien und junge Start-up-Unternehmen ebenfalls auf dem Vormarsch. Technologie-Lösungen zum Beispiel in der Versicherungsbranche (Insurtech) sind dabei von den Fintechs abzugrenzen, nicht zuletzt, weil sie anderen juristischen Regulierungen unterliegen.

Neben den bereits angesprochenen typischen Merkmalen (die Darstellung ist sicherlich nicht abschließend) lassen sich Fintech-Geschäftsmodelle auch nach dem Inhalt der angebotenen Dienstleistung unterscheiden. Diese Inhalte sind auch juristisch relevant, da unterschiedliche Angebote unterschiedlichen juristischen

Anforderungen unterliegen. Typische Inhalte von Fintech-Angeboten sind Folgende:

Zahlungsverkehrslösungen

Kreditplattformen

Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding)

Robo-Advice

Kryptowährungen

Online-Trading

E-Geld-Lösungen

Teilweise finden sich am Markt entsprechende Angebote in Reinform, teilweise sind es Kombinationen aus verschiedenen Angeboten der genannten Kategorien.

2.2 Lizenzpflicht: Ja oder nein?

Der Finanzdienstleistungsbereich in der Bundesrepublik ist ein juristisch stark reglementierter Bereich. Die Reglementierung erfolgt primär im Interesse der Nutzer/Verbraucher.

Der Finanzdienstleistungsbereich in der Bundesrepublik ist ein juristisch stark reglementierter Bereich. Die Reglementierung erfolgt primär **im Interesse der Nutzer/Verbraucher**. Juristisch-technisch erfolgt diese Regulierung über das sogenannte Aufsichtsrecht. Das Aufsichtsrecht dient also der Überwachung und Kontrolle der Anbieter von Finanzdienstleistungen. Das Aufsichtsrecht wird von den Aufsichtsbehörden gegenüber den Anbietern von Finanzdienstleistern durchgesetzt. Getroffene Maßnahmen der Behörden können auf ihre Rechtmäßigkeit gerichtlich überprüft werden.

Das Aufsichtsrecht sieht zum einen die laufende Überwachung und Kontrolle des Geschäftsbetriebs von Finanzdienstleistern vor. Hierzu stehen den Behörden auch verschiedene Sanktionierungsmaßnahmen zur Verfügung, die von der Verhängung von Bußgeldern bis hin zur Untersagung des Geschäftsbetriebes reichen. Es sieht zum anderen für eine Vielzahl angebotener Finanzdienstleistungen eine Lizenzpflicht (Genehmigungserfordernis) vor. Die Lizenzpflicht ist ein Mechanismus der präventiven Kontrolle, indem die Erteilung der Genehmigung an unterschiedliche, teils aber sehr weitreichende und umfassende Voraussetzungen geknüpft wird und die Einhaltung dieser Voraussetzungen vor Aufnahme der Geschäftstätigkeit in einem Genehmigungsverfahren überprüft wird.

Sämtliche Fintech-Angebote beziehen sich in aller Regel auf ein solches genehmigungspflichtiges Geschäft.

Sämtliche Fintech-Angebote beziehen sich in aller Regel auf ein solches genehmigungspflichtiges Geschäft. Das heißt sie bedürfen in aller Regel einer **aufsichtsrechtlichen Genehmigung**. Wichtige Lizenzen sind die (Voll-)Banklizenz sowie die Finanzdienstleistungslizenz nach dem Kreditwesengesetz. Die Anbieter von kreditbezogenen Fintech-Lösungen (Schwarmfinanzierungen, Kreditplattformen) unterliegen in der Regel einer Genehmigungspflicht nach dem KWG. Das Gleiche gilt für die Fintech-basierten Angebote von Vermittlungs- und Beratungsleistungen bezüglich Geldanlagen (zum Beispiel automatisierte Anlageberatung, Robo-Advice). Geht es um Zahlungsverkehrslösungen oder E-Geld, besteht in der Regel ein **Genehmigungserfordernis nach dem Zahlungsdienstaufsichtsgesetz (ZAG)**.

Fällt ein FinTech-Angebot ausnahmsweise aus diesem aufsichtsrechtlichen Rahmen heraus und unterliegt es keinem Genehmigungserfordernis, so bestehen grundsätzlich nur die eher rudimentären Anforderungen der Gewerbeordnung.

2.3 Vermeidung des Lizenzverfahrens durch Auslagerung

Trotz des in aller Regel bestehenden Genehmigungserfordernisses haben die hier zulande am Markt tätigen Fintech-Unternehmen meist keine Genehmigung. Dies bedeutet allerdings nicht, dass sie unreguliert am Markt tätig sind oder dass sie ein bestehendes Genehmigungserfordernis schlicht ignorieren. Vielmehr greifen sie auf einen anderen Mechanismus zurück. So kann das Genehmigungserfordernis durch eine sogenannte Auslagerung vermieden werden. Dies bedeutet im Ergebnis nichts anderes, als dass sich das Fintech-Unternehmen an einen Finanzdienstleister mit vorhandener Genehmigung „dranhängt" und mit diesem kooperiert. Oder anders formuliert: das Unternehmen mit Lizenz lagert einen bestimmten Geschäftsbereich auf das Fintech-Unternehmen aus. Das Fintech-Unternehmen selbst bedarf dann keiner eigenen Lizenz.

Der Verzicht auf das eigene Lizenzerfordernis muss aber vom Kooperationspartner aufgefangen und von diesem sozusagen ersetzt werden. Der mit der Lizensierung bezweckte Schutz der Nutzer/Verbraucher wird dadurch sichergestellt, dass dem Kooperationspartner mit vorhandener Lizenz weitreichende **Überwachungs-, Aufsichts- und Kontrollrechte und -pflichten** auferlegt werden, die wiederum von den Aufsichtsbehörden ihrerseits auf Einhaltung überwacht und bei Verstößen gegebenenfalls sanktioniert werden können.

Der mit der Lizensierung bezweckte Schutz der Nutzer/Verbraucher wird dadurch sichergestellt, dass dem Kooperationspartner mit vorhandener Lizenz weitreichende Überwachungs-, Aufsichts- und Kontrollrechte und -pflichten auferlegt werden, die wiederum von den Aufsichtsbehörden ihrerseits auf Einhaltung überwacht und bei Verstößen gegebenenfalls sanktioniert werden können.

Im Falle der Auslagerung handelt das Fintech-Unternehmen deshalb nur als sogenannter Satellit des lizensierten Unternehmens. Das Fintech-Unternehmen ist in seinem Handlungsspielraum deutlich eingeschränkt. Dies drückt sich beispielsweise durch Folgendes aus: Die Verantwortung für die Geschäftsleitung liegt nach wie vor beim lizensierten Unternehmen. Wesentliche Entscheidungen sind vom lizensierten Unternehmen zu treffen, so etwa bezüglich der Unternehmensstrategie, der Besetzung der Geschäftsführungsebene des Fintech-Unternehmens und dessen innere Organisation. Außerdem muss das lizensierte Unternehmen ein angemessenes und wirksames Risikomanagement sicherstellen. Hierunter fallen Weisungsrechte und Kontroll- und Überwachungsbefugnisse des lizensierten Unternehmens gegenüber dem Fintech-Unternehmen sowie Pflichten zur Berichterstattung des Fintech-Unternehmens gegenüber der Geschäftsführung des lizensierten Unternehmens.

Die Aufsichtsbehörden (Deutsche Bundesbank und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen) müssen über eine beabsichtige Auslagerung informiert werden. Die Überwachung des Fintech-Unternehmens ist in regelmäßigen Abständen zu analysieren und gegebenenfalls anzupassen (zum Beispiel an höhere Risiken, die sich während des bisherigen Geschäftsbetriebs gezeigt haben).

Die Aufsichtsbehörden (Deutsche Bundesbank und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen) müssen über eine beabsichtige Auslagerung informiert werden.

Pro und Contra der Auslagerung lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die Auslagerung bietet dem Fintech-Unternehmen die Chance, ohne eigene Genehmigung tätig zu werden. Dies hat den Vorteil, dass der mit der Genehmigung verbundene erhebliche finanzielle und sonstige Aufwand entfällt. Andererseits verzichtet das Fintech-Unternehmen im Falle der Auslagerung auf einen großen Teil seiner Eigenständigkeit und setzt sich einer weitreichenden Überwachung, Kontrolle und Abhängigkeit durch das lizensierte Unternehmen aus.

2.4 Die Lizenz

Entscheidet sich das Fintech-Unternehmen für die Beantragung einer eigenen Lizenz, muss es das Genehmigungsverfahren entweder nach dem Kreditwesengesetz (bei Bank- und Finanzdienstleis-

tungsgeschäften) oder nach dem Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (bei Geschäften, die Zahlungsdienste vorsehen) durchlaufen. Zur Information über Ablauf und Inhalt dieser Verfahren kann auf die **im Internet veröffentlichten Merkblätter der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und auch der Deutschen Bundesbank** zurückgegriffen werden.

Der Antrag muss zwingend eine Vielzahl von Angaben enthalten. Insbesondere muss das geplante Geschäftsmodell ausführlich dargelegt werden. Die Geschäftsleiter müssen fachlich geeignet und zuverlässig sein. Es muss ein bestimmtes Anfangskapital nachgewiesen werden, das beispielswiese bei Anbietern von Zahlungsdiensten je nach Art des angebotenen Geschäftsmodells zwischen 20.000,00 Euro und 350.000,00 Euro liegt.

Im Antrag muss außerdem dargelegt werden, dass wirksame Verfahren zur Ermittlung, Steuerung, Überwachung und Meldung von Risiken sowie angemessene interne Kontrollverfahren einschließlich solider Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren vorhanden sind.

Im Antrag muss außerdem dargelegt werden, dass wirksame Verfahren zur Ermittlung, Steuerung, Überwachung und Meldung von Risiken sowie angemessene interne Kontrollverfahren einschließlich solider Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren vorhanden sind. Es muss ein Geschäftsplan vorgelegt werden, der eine Budgetplanung für die ersten drei Geschäftsjahre enthält. Nach Einreichung der vollständigen Unterlagen entscheidet die Behörde innerhalb von drei Monaten (bei Lizenzen nach dem ZAG) oder binnen sechs Monaten (bei Bank- und Finanzdienstleistungen nach dem Kreditwesengesetz) darüber, ob die Genehmigung erteilt wird oder nicht.

Wird die Genehmigung erteilt, bestehen diverse laufende Pflichten.

Wird die **Genehmigung** erteilt, bestehen diverse **laufende Pflichten**. Diese dienen insbesondere der Überwachung des mit dem jeweiligen Geschäft verbundenen Risikos. Unter anderem bestehen eine Pflicht zur Dokumentation der vorgenommenen Geschäfte, Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörde, Aufsichtsorganen und Jahresabschlussprüfern sowie konkrete Anforderungen an die innere Organisation des Unternehmens und die Verwendung des Eigenkapitals.

2.5 Geltungsbereich der Lizenz

Die hierzulande erteilte Lizenz gilt nur für die Ausübung des genehmigten Geschäftsmodells in der Bundesrepublik Deutschland. Sie gilt nicht automatisch auch in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Es gibt jedoch ein vereinfachtes Verfahren, durch dass das Fintech-Unternehmen die genehmigten Geschäfte im EU-Ausland erbringen darf, ohne dort nochmal eine vollwertige Lizenz beantragen und die damit verbundenen Voraussetzungen (nochmal) erfüllen zu müssen. Es handelt sich um den sogenannten Europäischen Pass. Der Europäische Pass wird erteilt, wenn das Fintech-Unternehmen der deutschen Aufsichtsbehörde BaFin die Absicht angezeigt hat, in einem anderen europäischen Mitgliedstaat dieselben, von der erteilten Lizenz erfassten Geschäfte anbieten zu wollen und die BaFin dies wiederum der Aufsichtsbehörde dieses europäischen Mitgliedstaates angezeigt hat. Wird dies wiederum von der **ausländischen Aufsichtsbehörde** bestätigt, darf das Fintech-Unternehmen in diesem Land ebenfalls tätig werden. Auf die strengen Anforderungen für die Lizenzerteilung (siehe oben) wird verzichtet. Dieser Verzicht beziehungsweise der Europäische Pass beruht auf dem Gedanken des gegenseitigen Vertrauens der EU-Mitgliedstaaten. Dieses Vertrauen ist darauf gerichtet, dass in demjenigen Mitgliedstaat, **in dem die Lizenz erstmalig erteilt worden ist**, eine ausreichende Überwachung und Kontrolle stattfindet, sodass eine nochmalige Lizenzerteilung und Überwachung in weiteren Mitgliedstaaten entbehrlich ist.

Es handelt sich um den sogenannten Europäischen Pass. Der Europäische Pass wird erteilt, wenn das Fintech-Unternehmen der deutschen Aufsichtsbehörde BaFin die Absicht angezeigt hat.

Deshalb bleibt auch diejenige Aufsichtsbehörde für die laufende Überwachung der Tätigkeit eines Fintech-Unternehmens im EU-Ausland zuständig, das die Lizenz erteilt hat. **Demnach ist beziehungsweise bleibt die BaFin für die laufende Überwachung der Tätigkeit eines Fintech-Unternehmens zuständig,** wenn dieses Unternehmen mithilfe des Europäischen Passes im EU-Ausland tätig ist.

Fazit

Bei Fintechs geht es um Unternehmen, häufig sogenannte Internet-Start-ups, die Mithilfe innovativer Technologien neuartige Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen anbieten. Technisch erfolgt dies in der Regel über neue Apps oder neue Anwendungs-Software. Fintech-Angebote bedürfen in aller Regel einer aufsichtsrechtlichen Genehmigung. **Das Genehmigungserfordernis kann durch eine sogenannte Auslagerung ersetzt werden.** Hierbei wird eng mit einem Unternehmen kooperiert, das die notwendige Lizenz besitzt. Die Auslagerung ist in der Bundesrepublik weit verbreitet, viele Fintech-Unternehmen sind nicht im Besitz einer eigenen Lizenz. Die Auslagerung hat den Vorteil, dass der mit der Genehmigung verbundene erhebliche finanzielle und sonstige Aufwand entfällt. Sie hat den Nachteil, dass das Fintech-Unternehmen sich einer weitreichenden Überwachung, Kontrolle und Abhängigkeit durch das lizensierte Unternehmen aussetzt und der eigene Handlungsspielraum hierdurch begrenzt wird. Für die Lizenzerteilung muss ein förmliches Verfahren durchlaufen werden, das strenge Vorgaben an die Erteilung stellt. Die hierzulande erteilte Lizenz gilt nur für die Ausübung des genehmigten Geschäftsmodells in der Bundesrepublik Deutschland. Mit dem Europäischen Pass gibt es aber eine vereinfachte Möglichkeit, das hierzulande genehmigte Modell auch im EU-Ausland anzubieten.

Bei Fintechs geht es um Unternehmen, häufig sogenannte Internet-Start-ups, die Mithilfe innovativer Technologien neuartige Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen anbieten.

Summary

„Derzeit werden insbesondere von Start-ups enorme Summen durch den weltweiten Verkauf digitaler Token (sogenannte Initial Coin Offering/ICO) eingesammelt. Das deutsche Start-up block.one verkündete Anfang Juni, rund vier Milliarden Euro für seine Geschäftsidee eingesammelt zu haben. Die Risiken für Anleger sind enorm hoch. Eine spezielle Regulierung für ICOs gibt es nicht. Die Aufsichtsbehörden agieren derzeit mit dem ihr zur Verfügung stehenden Instrumentarium, wobei die USA strengere Maßstäbe anlegt. Liechtenstein plant den Erlass eines Blockchain-Gesetzes, das für Rechtssicherheit sorgen soll. Der Artikel beschreibt, was ein ICO ist, wie er durchgeführt wird und wie er derzeit reguliert wird.

Das neue Buzzword in der Kapitaleinsammelindustrie heißt Initial Coin Offering oder kurz: ICO. Die Nähe zum Kürzel IPO (Initial Public Offering), dem altbekannten Börsengang, ist beabsichtigt. Denn ebenso wie bei einem IPO wird auch bei einem ICO aus dem Publikum Geld eingesammelt. Im Unterschied zum IPO läuft ein ICO allein über das Internet ab, ist komplett grenzüberschreitend, bankenunabhängig und geringer reguliert als ein IPO.

Nach vereinzelten Anläufen im Jahr 2016 sind ICOs in breitem Stil im Jahre 2017 aufgekommen. Es wird geschätzt, dass durch ICOs im Jahr 2017 weltweit rund fünf Milliarden US-Dollar eingesammelt wurden. In den ersten beiden Monaten 2018 sollen weitere drei Milliarden US-Dollar hinzugekommen sein. Derzeit sind es insbesondere Start-ups, die sich durch ICOs finanzieren. Das bislang über ICOs eingesammelte Volumen übersteigt das Volumen, das herkömmliche VC-Investoren im gleichen Zeitraum in Start-ups investiert haben.

Ein ICO - so scheint es jedenfalls derzeit - eröffnet insbesondere technikaffinen Gründern und Unternehmern eine neuartige Finanzierungsform, die zwar unabhängig von den bisher bekannten Playern im Finanzierungsmarkt funktioniert, die aber an Gründer und Unternehmer neue Herausforderungen stellt. Aus Anlegersicht stellt sich die Frage, ob ICOs als ernsthafte Anlageklasse in Betracht kommen.

3. Initial Coin Offerings (ICOs) – Die neue digitale Finanzierungs- und Anlageform

Autor: Dr. Oliver Zander

3.1 Was sind ICOs?

Ein ICO basiert technisch auf der Blockchain-Technologie, die es ermöglicht, Transaktionen digital so zu speichern, dass diese nachträglich nicht mehr verändert werden können. Blockchain ermöglicht die sichere und dauerhafte Dokumentation sämtlicher Transaktionen in einem dezentralen Register. Mit Hilfe dieser Technologie können digital sogenannte Token (Wertmarken) erzeugt werden, die über einen bestimmten Code einer bestimmten Person als Eigentümer zuordbar sind. **Der Token repräsentiert bestimmte Rechte, die der Anbieter des Tokens definiert**. Dabei sind der Phantasie keine Grenzen gesetzt. Bedingt durch die Blockchain-Technologie sind die Token nicht beliebig reproduzierbar. Die Maximalmenge der auszugebenden Token legt der Anbieter im Vorhinein fest. Besteht daher eine große Nachfrage nach den Token, erhöht dies den Wert des einzelnen Tokens.

Ein ICO basiert technisch auf der Blockchain-Technologie, die es ermöglicht, Transaktionen digital so zu speichern, dass diese nachträglich nicht mehr verändert werden können.

Thematisch ergeben sich für einen ICO keine Grenzen. Zwar sind derzeit überwiegend ICOs am Markt, mit denen noch **nicht realisierte Geschäftsideen** - meist im digitalen Umfeld - umgesetzt werden sollen. Aber ein ICO kommt auch als Finanzierungsalternative für etablierte Unternehmen in Betracht.

Thematisch ergeben sich für einen ICO keine Grenzen.

3.2 Wie läuft ein ICO ab?

Vorgeschaltetes Private Placement

Gerade bei Unternehmensgründern hat sich in den letzten Monaten die Erkenntnis durchgesetzt, dass ein erfolgreicher ICO mit einigen Kosten verbunden ist. Diese Kosten fallen nicht nur für die technische Generierung eines Tokens und die Berater an. Insbesondere ist es wichtig, Investoren in den einschlägigen Foren über die Möglichkeit des Tokenerwerbs zu informieren. **Diese Kosten** sind im ganz klassischen Sinne **die Vertriebskosten**. Wurde der Vertrieb von Vermögensanlagen bislang über Banken und freie Vertriebe gestaltet, wird der Vertrieb nun über das Internet und dort insbesondere über soziale Netzwerke durchgeführt. **Dies ist allerdings kostenintensiv.** Die Platzierung von Artikeln über das zu finanzierende Projekt erfordert ebenfalls nicht unerhebliches Kapital. Die Schätzungen der Kosten für ein erfolgreiches ICO schwanken zwischen 400.000 Euro und 2.000.000 Euro. Aus diesem Grund hat es sich in den letzten Monaten jedenfalls für die Unternehmensgründer, die nicht über dieses Anfangskapital verfügen, etabliert, vor dem eigentlichen **ICO ein private Placement** durchzuführen. Im Rahmen des private Placements soll von ausgewählten Investoren das Kapital eingesammelt werden, das für einen erfolgreichen ICO erforderlich ist. An die Investoren können dabei alle denkbaren Vermögensanlagen emittiert werden. In Betracht kommen **insbesondere Genussrechte und Nachrangdarlehen,** die wiederum mit besonderen Vorteilen bei einem erfolgreichen ICO ausgestattet werden. Für das private Placement wird in der Regel ein Private-Placement-Memorandum gestaltet, in dem das Projekt und die finanziellen Rahmendaten sowie die Risiken beschrieben werden. Um erhöhten regulatorischen Anforderungen auszuweichen, werden in der Regel nur bis zu 149 Investoren angesprochen.

Die Platzierung von Artikeln über das zu finanzierende Projekt erfordert ebenfalls nicht unerhebliches Kapital. Die Schätzungen der Kosten für ein erfolgreiches ICO schwanken zwischen 400.000 Euro und 2.000.000 Euro.

Das Whitepaper bildet für die Investoren, die sich mit Hilfe von Onlinetools an dem ICO beteiligen, die eigentliche Entscheidungsgrundlage für das Investment.

Gerade durch die Vorstellung dieser möglichst namhaften Berater, Kooperationspartner und Investoren versuchen die meist unbekannten Gründer dem Projekt eine gewisse Seriosität zu verleihen.

Eine Beschränkung kann etwa darin liegen, dass die Gründer oder das Management ihre Token erst nach Ablauf bestimmter Fristen veräußern dürfen (lock up periods).

Projektbeschreibung: Whitepaper

Wenn ausreichendes Kapital für einen ICO vorhanden ist, wird zunächst ein sogenanntes Whitepaper verfasst. Darin werden üblicherweise das Projekt insgesamt, die dahinterstehende Technik, die **Systemarchitektur mit Erläuterung der Funktionsweise**, der Entwicklungsstand des Projekts, der Markt, das Team und die mit dem Projekt verbundenen Risiken beschrieben. Oft finden sich auch Prognosen im Whitepaper. Das Whitepaper bildet für die Investoren, die sich mit Hilfe von Onlinetools an dem ICO beteiligen, die eigentliche Entscheidungsgrundlage für das Investment. Berater, die den Investor neben dem Whitepaper über das Projekt aufklären, gibt es in der Regel nicht. Da ICOs in aller Regel weltweit nach Investoren suchen, ist das Whitepaper üblicherweise in englischer Sprache gehalten. Der Technikteil nimmt in aller Regel einen breiteren Raum ein als die Darstellung der rechtlichen, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Meist wird auch das hinter dem Projekt stehende Team sowie die mitwirkenden Berater, etwaige Kooperationspartner und - soweit vorhanden - auch die Seedinvestoren vorgestellt. Gerade durch die Vorstellung dieser möglichst namhaften Berater, Kooperationspartner und Investoren versuchen die meist **unbekannten Gründer dem Projekt eine gewisse Seriosität zu verleihen,** da jedenfalls bei Start-ups in aller Regel kein belastbarer Track Record vorhanden ist. Schließlich werden auch die Strukturierung des Angebots der Token, die Anzahl der insgesamt auszugebenden Token und deren Verteilung angegeben. Sehr oft geht nur etwa die Hälfte aller hergestellten Token in den öffentlichen Vertrieb. Die andere Hälfte wird für Pre-Sales, die Entlohnung von Beratern sowie für das eigene Management und die Gründer zurückgehalten. Interessant ist es auch zu erfahren, ob die hergestellten Token unvermindert im Umlauf bleiben oder ob die umlaufende Tokenmenge durch besondere Maßnahmen beschränkt ist. **Eine Beschränkung kann etwa darin liegen,** dass die Gründer oder das Management ihre Token **erst nach Ablauf bestimmter Fristen veräußern dürfen (lock up periods).** Möglich ist auch, dass die etwa durch Einlösung an die Gesellschaft zurückgegebenen Token vernichtet werden, so dass die umlaufende Menge an Token im Laufe der Zeit sinkt und dies die Werthaltigkeit der restlichen Token stützt.

Das Whitepaper erinnert an die frühe Form der Prospekte Geschlossener Fonds. Auf wenigen Seiten werden die wesentlichen Features des Projekts beleuchtet. Häufig fehlen ausführliche und detaillierte Risikohinweise. Hinweise auf Kosten, Gebühren und Verflechtungen sind ebenfalls eher selten. Eine Beschreibung der Unternehmensstruktur und der sonstigen Unternehmensfinanzierung sind im typischen Whitepaper kaum anzutreffen.

Rechtliches: Terms and Conditions

Neben dem Whitepaper finden sich beim Tokensale immer auch die allgemeinen Geschäftsbedingungen (Terms and Conditions). Diese beschreiben die **rechtlichen Rahmenbedingungen der Ausgabe von Token.** Sie enthalten die Bedingungen für den Erwerb eines Tokens, die mit dem Token verbundenen Rechte, Möglichkeiten der Einlösung, die anwendbare Rechtsordnung, etwaige Stimmrechte, Ausübungsfristen, Verjährung etc. Üblicherweise enthalten die Terms and Conditions umfangreiche Haftungsausschlüsse.

Strukturierung des Tokensales

Das öffentliche Angebot von Token wird immer auf ein bestimmtes Zeitfenster begrenzt, um eine hohe Nachfrage in diesem Zeit-

fenster zu generieren. Da der Vertrieb von Token kostenintensiv ist, veranstalten die meisten Start-ups vor dem öffentlichen **Tokenverkauf gestaffelte Pre-Sales,** während der ausgewählte Investoren die Token zu einem Sonderpreis erwerben können. Das damit eingenommene Kapital wird dann für die Organisation des später erfolgenden öffentlichen Angebots der Token verwendet.

Technisch wird das ICO zumeist auf der Plattform der Ethereum-Blockchain durchgeführt. Diese Plattform erlaubt die **kostengünstige Generierung** eigener Token. Ein Anbieter kann aber auch seine eigene Blockchain-Technologie für seinen ICO entwickeln.

Smart Contracts

Der Ablauf eines Tokensales wird durch sogenannte Smart Contracts durchgeführt. Diese sind digital hinterlegte Programme, die die Ausgabe, Verwertung und Vernichtung der Token automatisch im Sinne der im Whitepaper dokumentierten Vorgehensweise steuern. **Auch etwaige lock up periods** werden von den **Smart Contracts gesteuert.** So ist ein Verkauf der Token, die einer lock up period unterliegen, technisch vor Ablauf dieser Frist nicht möglich.

Der Ablauf eines Tokensales wird durch sogenannte Smart Contracts durchgeführt.

Handelbarkeit der Token

Die Token, die ein Anleger im Rahmen eines ICOs erworben hat, verwahrt er in sogenannten elektronischen Wallets. Das Eigentumsrecht des Anlegers an seinem Token wird lediglich durch einen Code vermittelt, der nur ihm bekannt ist. Allein mit Hilfe des Codes kann der Anleger seine Token an andere veräußern. Dies geschieht über dafür eingerichtete Handelsplattformen wie Binance, Qryptos oder gatecoin.

Die Token, die ein Anleger im Rahmen eines ICOs erworben hat, verwahrt er in sogenannten elektronischen Wallets.

3.3 Für welche Geschäftsmodelle eignet sich ein ICO?

Viele ICOs setzen auf das Element der Wertsteigerung der ausgegebenen Token. Dafür ist es notwendig, dass die Token nachgefragt werden. Eine Nachfrage nach Token wird bei vielen ICOs dadurch versucht zu generieren, dass die Token im Rahmen eines Netzwerks von Nutzern in Umlauf sind. Der Käufer des Tokens erhält durch den Token Zugang zu einem Netzwerk und auf die in diesem Netzwerk angebotenen Leistungen. Dies kann etwa ein **Netzwerk für E-Sport-Dienstleistungen** (etwa: Verkauf von digitalen Spielerausrüstungen, sogenannte skins) oder für Restaurantbesucher etc. sein. Munchee, Inc. bot den Erwerb von Token gegen Verfassen von Restaurantkritiken an. Die Token sollten bei ausgewählten Restaurants als Zahlungsmittel dienen können. Durch die erwartete Nachfrage nach den Token sollte langfristig deren Wert steigen.

Viele ICOs setzen auf das Element der Wertsteigerung der ausgegebenen Token.

Damit ist aber die Anwendbarkeit der Token noch nicht ausgelotet. Es werden sich in Zukunft noch weitere Anwendungen ergeben, bei denen der Rückgriff auf Token auch unabhängig von deren **netzwerkbasierter Wertschöpfung** sinnvoll ist. Gerade weil Token international leicht gehandelt werden können, ergeben sich Anwendungen bei an sich illiquide erscheinenden Anlagegütern wie Immobilien und Gesellschaften in Form einer GmbH oder KG.

Damit ist aber die Anwendbarkeit der Token noch nicht ausgelotet.

3.4 Wie ist ein ICO regulatorisch einzuordnen?

Es ist immer wieder zu lesen, dass ICOs nicht reguliert seien. Das ist falsch. **Es gibt zwar kein „ICO-Gesetz“,** aber die bei einem ICO ausgeführten Tätigkeiten sind in aller Regel jedenfalls in der EU und in den USA von den bestehenden Investmentgesetzen erfasst. Die

rechtlichen Vorgaben richten sich insbesondere danach, welche Rechte mit dem speziellen Token verbunden sind.

Arten von Token

Der Token ist daher eine Art Gutschein. Die Art der Dienstleistung ist vom Herausgeber der Token frei wählbar. Der Token kann etwa Zugangsrechte zu einem System gewähren, Wartungsrechte vermitteln, besondere Nutzungsrechte auf einem sozialen Netzwerk darstellen etc.

Der bislang am meisten ausgegebene Token ist der sogenannte Utility Token. Einem Utility Token ist vom Emittenten das Recht beigegeben worden, eine bestimmte Dienstleistung gegen Hingabe des Tokens in Anspruch zu nehmen. Der Token ist daher eine Art Gutschein. **Die Art der Dienstleistung ist vom Herausgeber der Token frei wählbar.** Der Token kann etwa Zugangsrechte zu einem System gewähren, Wartungsrechte vermitteln, besondere Nutzungsrechte auf einem sozialen Netzwerk darstellen etc. So gewährt der Token der Firma Protocol Lab ein Nutzungsrecht für eine bestimmte Menge Speicherplatz auf Servern, die über die Webseite von Protocol Lab vermittelt werden.

Beim Utility Token besteht die Erwartung, dass sich die Nachfrage nach den Token (beziehungsweise der durch die Token **vermittelten Serviceleistung)** über die Zeit erhöht und damit der Token im Wert steigt. Somit verbindet der Token den Nutzen einer Inanspruchnahmemöglichkeit von Dienstleistungen mit einem spekulativen Charakter.

Bislang noch wenig wurden sogenannte Equity- oder Security-Token ausgegeben. Diese Token repräsentieren einen Anspruch auf zukünftigen Kapitalzufluss, sei es als eine Art Zinsen oder als ein Anteil an einem Gewinn.

Bislang wurden sogenannte Equity- oder Security-Token nur selten ausgegeben. Diese Token repräsentieren einen Anspruch auf zukünftigen Kapitalzufluss, sei es als eine Art Zinsen oder als ein Anteil an einem Gewinn. Es kann sich auch um eine Beteiligung an einem Unternehmen handeln und etwa mit Mitbestimmungsrechten verbunden sein. Ein Beispiel für einen Security-Token ist der **Token der Decentralized Autonomous Organisation (DAO)**. DAO investierte ähnlich wie ein Venture Capital Fund in ICOs. Die Inhaber der Token konnten über ihre Token gemeinsam bestimmen, in welche ICOs investiert wird. Überdies vermittelte der Token Gewinnansprüche und Ansprüche auf einen Liquidationserlös.

Daneben gibt es den sogenannten Currency-Token. Dieser Token ist nicht an eine bestimmte Plattform gebunden. Er dient zwischen unabhängigen Dritten allein als Zahlungsmittel. Außer der Währungsfunktion sind keine weiteren Rechte an den Token gebunden. Der klassische Currency-Token ist Bitcoin.

Rechtliche Einordnung

Verschiedene Aufsichtsbehörden haben mittlerweile zur rechtlichen Behandlung der Token und von ICOs Stellung genommen.

Verschiedene Aufsichtsbehörden haben mittlerweile zur rechtlichen Behandlung der Token und von ICOs Stellung genommen. Gemeinsam ist den bislang vorliegenden **Stellungnahmen, dass kein neues Rechtsregime geschaffen wird,** sondern dass die Aufsichtsbehörden in einer Einzelfallbetrachtung für jedes ICO eine individuelle aufsichtsrechtliche Bewertung vornehmen. So wird zunächst anhand der durch den Token vermittelten Rechte ermittelt, um welche Art von Token es sich handelt.

Utility-Token

Ein Utility-Token ist aufsichtsrechtlich am einfachsten zu behandeln. Denn als eine Art digitaler Gutschein auf die **Erbringung einer Dienstleistung** unterliegt der Token jedenfalls im Grundsatz keiner kapitalmarktrechtlichen Regulierung.

Equity- und Security-Token

Anders ist es für Equity- und Security-Token. Nach dem Rundschreiben der BaFin vom 20. Februar 2018 kann ein Equity- oder Security-Token je nach Ausgestaltung aufsichtsrechtlich wie ein

Wertpapier, ein Anteil an einem Investmentvermögen oder als Vermögensanlage einzuordnen sein. Ein Token kann darüber hinaus auch ein aufsichtspflichtiges derivatives Geschäft darstellen.

Eine Behandlung als Wertpapier kommt insbesondere dann in Betracht, wenn der Token übertragbar und am Finanzmarkt - etwa wie Aktien - handelbar ist und wenn der Token darüber hinaus Gesellschafterrechte, Rechte am Gewinn etc. vermittelt. Auf eine Verbriefung des Tokens kommt es dagegen nach Ansicht der BaFin nicht an. Damit fallen nach Ansicht der BaFin alle Equity- und Security-Token in den regulierten Bereich. Dies führt dazu, **dass ein öffentliches Angebot von solchen Token die Veröffentlichung eines Prospekts nach den Vorschriften des Wertpapierprospektgesetzes** (WpPG) voraussetzt. Der Prospekt muss dabei nach den Vorgaben des WpPG gestaltet und von der BaFin gebilligt werden. Ferner müssen die Anbieter dieser Token die Vorgaben des Kreditwesengesetzes beachten. Eine Empfehlung dieser Token wäre danach eine Anlageberatung, wofür eine Erlaubnis nach § 32 KWG erforderlich ist. Eine Vermittlung dieser Token - auch über eine elektronische Plattform - wäre eine erlaubnispflichtige Anlagevermittlung. Kryptobörsen benötigen für die Organisation des Handels mit dieser Art von Token ebenfalls eine Zulassung.

Der Prospekt muss dabei nach den Vorgaben des WpPG gestaltet und von der BaFin gebilligt werden. Ferner müssen die Anbieter dieser Token die Vorgaben des Kreditwesengesetzes beachten.

Auch die Marktmissbrauchsverordnung ist auf diese Art Token anwendbar, so dass das Insiderhandelsverbot, die Ad-hoc-Publizitätspflicht, die Pflicht zur Führung von Insiderlisten etc. auch für diese Art von Token gelten.

Ein Equity- oder Security-Token kann darüber hinaus auch einen Anteil an einem Investmentvermögen, also einem Fonds darstellen. Dies wäre dann der Fall, wenn der Token ein **Beteiligungsrecht an einem Vermögenspool** gewährt, der wiederum in bestimmte Vermögenswerte investiert (Aktien, Anleihen, Sachwerte). In diesem Fall kämen die Vorschriften des KAGB zur Anwendung.

Ein Equity- oder Security-Token kann darüber hinaus auch einen Anteil an einem Investmentvermögen, also einem Fonds darstellen. Dies wäre dann der Fall, wenn der Token ein Beteiligungsrecht an einem Vermögenspool gewährt.

Soweit der Token Rechte am Ergebnis eines Unternehmens gewährt, kommt eine Einordnung als Vermögensanlage in Betracht. **Der Emittent** der Token **müsste** dann **einen Prospekt** nach den Vorschriften des Vermögensanlagengesetzes **erstellen** und diesen von der BaFin billigen lassen, damit er die Token vertreiben darf.

Soweit daher Equity- oder Security-Token ausgegeben werden, eröffnet sich das gesamte Feld der Kapitalmarktregulierung, die von dem Anbieter der Token beachtet werden muss.

Currency-Token

Die Token, die allein als Zahlungsmittel konzipiert sind, fallen nach Ansicht der BaFin unter den Begriff des Finanzinstruments des Kreditwesengesetzes, da solche Token als Rechnungseinheiten anzusehen seien. Damit ist für reine Zahlungs-Token jedenfalls das Regulierungsfeld des KWG eröffnet - die Beratung eines Anlegers, der Geld in solche Art von Token investieren möchte, wäre dann eine erlaubnispflichtige Anlageberatung. Die Vermittlung solcher Art von Token wäre eine erlaubnispflichtige Anlagevermittlung.

Die Token, die allein als Zahlungsmittel konzipiert sind, fallen nach Ansicht der BaFin unter den Begriff des Finanzinstruments des Kreditwesengesetzes, da solche Token als Rechnungseinheiten anzusehen seien.

Beurteilung im Ausland

In den USA gilt auf der Grundlage des Howey-Urteils des US Supreme Courts eine sehr weite Definition des Wertpapierbegriffs. Danach gilt als Wertpapier auch ein Vertrag, bei dem ein Vertragspartner sich verpflichtet, Geld in eine Unternehmung in der Erwartung zu investieren, dass er eine Rendite erwirtschaftet, die allein auf der Anstrengung des anderen Vertragspartners oder eines Dritten

basiert. Auf dieser Grundlage geht die SEC davon aus, dass **ICOs in aller Regel unter den Wertpapierbegriff fallen** und entsprechend dem in den USA geltenden Rechtsregime für Wertpapiere reguliert sind.

In Europa haben sich die Aufsichtsbehörden ähnlich wie die BaFin geäußert. Auch in der Stellungnahme der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA vom 16. Februar 2018 kommt zum Ausdruck, dass eine Einzelbetrachtung eines jeden ICOs erforderlich ist.

In Europa haben sich verschiedene Aufsichtsbehörden ähnlich wie die BaFin geäußert. Auch in der Stellungnahme der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA vom 16. Februar 2018 kommt zum Ausdruck, dass eine Einzelbetrachtung eines jeden ICOs erforderlich ist. **Liechtenstein** möchte sich dagegen als **ICO-Hub in Europa positionieren** und plant die Einführung eines Blockchain-Gesetzes. Der erste Entwurf soll im Herbst 2018 veröffentlicht werden.

3.5 Haftungsrisiken

In der nur wenige Monate alten ICO-Szene werden gegenwärtig hauptsächlich technische Themen, Geschäftsmodelle und aufsichtsrechtliche sowie steuerliche Fragen diskutiert. Es ist üblich geworden, dass sich die Berater und Kooperationspartner eines ICO-Initiators auf dessen Webseite oder sogar im Whitepaper präsentieren, um die Seriosität des ICOs und der dahinter stehenden - meist jungen und unbekannten Personen - zu bekräftigen. Häufig gehen ICO-Initiatoren mit ihrem ICO in Länder, in denen es nur geringe kapitalmarktrechtliche Vorgaben gibt. Von dort wird **dann das ICO über das Internet weltweit ausgerollt,** obwohl die hinter dem Initiator stehenden Personen in der EU oder gar in Deutschland ansässig sind.

Nachdem in den letzten Jahren zumindest in Deutschland der sogenannte graue Kapitalmarkt durch das Kapitalanlagegesetzbuch und das Kleinanlegerschutzgesetz als ausgerottet galt, sind offensichtlich die Instrumente, mit denen die Rechtsprechung in Deutschland den Bauherrenmodellen und Geschlossenen Fonds seit den 70er Jahren des letzten Jahrhunderts zum Schutz der Anleger begegnet ist, in Vergessenheit geraten.

Aus rechtlicher Sicht besteht kein vernünftiger Zweifel daran, dass das sogenannte Whitepaper, das der Investitionsentscheidung eines ICO-Investors zugrunde liegt, ein Prospekt im Sinne der Rechtsprechung des BGH zur Prospekthaftung darstellt.

Aus rechtlicher Sicht besteht kein vernünftiger Zweifel daran, dass das sogenannte Whitepaper, das der Investitionsentscheidung eines ICO-Investors zugrunde liegt, ein Prospekt im Sinne der Rechtsprechung des BGH zur Prospekthaftung **darstellt.** Daher muss das Whitepaper vollständig und richtig abgefasst sein. Keines der vielen Whitepaper, die der Verfasser dieses Artikels bislang gesehen hat, erfüllt vollständig die in langen Jahren von der Rechtsprechung dazu aufgestellten Kriterien. Allein die Tatsache, dass selbst Whitepaper, die für den deutschen Markt konzipiert sind, auf Englisch abgefasst sind, führt bereits dazu, dass eine Aufklärung des Anlegers nicht in der gehörigen Form vorliegt. Denn wie soll sichergestellt werden, dass das Whitepaper nur von den Personen gelesen wird, deren Englischkenntnisse ausreichend sind? Sollte es einmal zu einem Gerichtsverfahren kommen, wird ein Gericht einen englischsprachigen Prospekt ohnehin kaum akzeptieren. Denn Gerichtssprache ist Deutsch. **Das Whitepaper müsste übersetzt werden.** Und all die Berater und Kooperationspartner, die sich heute stolz auf den Webseiten der ICO-Initiatoren und in den Whitepapern präsentieren, laufen Gefahr, entweder als sogenannte Hintermänner oder aber wegen der Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens haftungsrechtlich beim Scheitern eines ICO in Anspruch genommen zu werden.

Denn Gerichtssprache ist Deutsch. Das Whitepaper müsste übersetzt werden.

Man mag diesem Szenario mit dem Argument begegnen, dass die meisten Anleger eines ICOs nur Kleinbeträge anlegen, die sie oh-

nehin als verloren erachten, so dass die Anleger sich in aller Regel nicht auf einen teuren Haftungsprozess einlassen würden, zumal ein solcher Prozess möglicherweise grenzüberschreitend geführt werden müsste. Allerdings liegt derzeit der Entwurf eines Gesetzes zur europäischen Sammelklage vor, mit der findige Anlegerschutzanwälte vielleicht doch genügend Kleinanleger einsammeln könnten, die sich an den Kooperationspartnern und Beratern eines insolvent gewordenen ICO-Initiators schadlos halten.

Auch wenn über ein ICO durch einen weitgehend **regulierungsfreien Utility-Token Geld eingesammelt werden soll**, ist daher ein haftungsrechtlich einwandfreier Prospekt zu erstellen, der jedem Anleger ausgehändigt werden muss. Vermittlern solcher Token kann nur geraten werden, auf die Erstellung eines solchen Prospekts (oder in der ICO-Terminologie: „Whitepaper") zu dringen, oder aber auf die Vermittlung eines solchen Tokens zu verzichten.

3.6 Risiken für die Anleger

Die Risiken eines Anlegers bei der Investition in einen ICO in der gegenwärtigen Form sind kaum zu unterschätzen. Die ganz überwiegende Zahl der ICOs ist mit einem **Geschäftskonzept unterlegt**, das in aller Regel nur als Idee existiert, für das es keinen proof of concept, wenige Marktdaten und nur eine geringe Analyse des Marktumfelds gibt. Die Gründer sind meist technisch sehr versiert, haben aber in aller Regel nur wenig Erfahrung mit dem Aufbau und der Führung eines Unternehmens.

Die ganz überwiegende Zahl der ICOs ist mit einem Geschäftskonzept unterlegt, das in aller Regel nur als Idee existiert, für das es keinen proof of concept, wenige Marktdaten und nur eine geringe Analyse des Marktumfelds gibt.

Aus Anlegersicht gibt es kaum verlässliche Informationsquellen, um seriöse von unseriösen Angeboten zu unterscheiden. **Ein systembedingtes weiteres Risiko liegt darin,** dass ein Start-up durch den Token Sale komplett durchfinanziert werden muss. Dies führt dazu, dass zu Beginn des Start-ups sehr viel mehr Geld eingesammelt werden muss, als das Start-up zunächst benötigt. Dies begünstigt einen unkontrollierten Umgang mit dem zur Verfügung stehenden Kapital in der Anfangsphase.

Dazu kommt, dass sich die angeblich sichere Blockchain-Technologie und die eingesetzten Smart Contracts doch nicht als so sicher erwiesen haben. So ist es Hackern gelungen, im Netzwerk der Decentralized Autonomous Organisation die Smart Contracts so umzuprogrammieren, dass Token im Wert von rund 50 Millionen US-Dollar verloren gingen. **Nur durch eine Zurücksetzung des gesamten Systems konnte ein Schaden noch verhindert werden.** Gerade in den letzten Monaten häufen sich im Internet die Meldungen über gestohlene Token in Millionenhöhe.

Dazu kommt, dass sich die angeblich sichere Blockchain-Technologie und die eingesetzten Smart Contracts doch nicht als so sicher erwiesen haben.

Schließlich ist die Preisbildung für Token vollständig intransparent. Derzeit kann niemand zuverlässig sagen, was das beabsichtigte Geschäftsmodell wert ist und wie sich der Preis des einzelnen Token dazu verhält. Auf Empfehlungen der Internet Community kann man sich **nicht verlassen**, da unklar ist, ob der Empfehlende nicht vielleicht vom Initiator des Tokensales einen Referral Bonus erhalten hat, was gerade bei ICOs nicht unüblich ist.

Schließlich ist die Preisbildung für Token vollständig intransparent.

Objektive Intermediäre, die das unübersichtliche Angebot an ICOs bewerten und kategorisieren, gibt es derzeit auch nicht. Insofern ist der Anleger weitgehend auf sich selbst gestellt. **Dies mag sich in Zukunft ändern.** Derzeit plant jedenfalls ein Initiator die Auflage eines Fonds, der ICOs nach herkömmlichen Kriterien analysieren und auf der Grundlage dieser Analyse Investitionsentscheidungen treffen soll.

Angesichts der enormen Summen, die bislang über ICOs eingesammelt wurden, hat sich bei den ICO-Initiatoren eine Goldgräberstimmung gebildet.

Fazit

Ein ICO, der in der EU oder in den USA durchgeführt wird, ist im Gegensatz zur immer noch vorherrschenden Meinung rechtlich genauso reguliert wie jedes andere Anlagevehikel. **Trotz der Regulierung** sind jedoch die **Risiken** für Anleger hoch. Als seriöse Anlageklasse sind ICOs derzeit nicht anzusehen.

Angesichts der enormen Summen, die bislang über ICOs eingesammelt wurden, hat sich bei den ICO-Initiatoren eine Goldgräberstimmung gebildet, die sehr an die sogenannte Internetblase und den Neuen Markt der Jahre 1998 bis 2001 erinnert. **In der Rückschau** sind von den sehr vielen innovativ klingenden Geschäftsmodellen, in die damals meist ohne intensive Prüfung investiert wurde, nur eine Handvoll Unternehmen übrig geblieben. Dementsprechend steht auch heute zu erwarten, dass die große Mehrzahl der ICOs scheitern und dass das investierte Geld der Anleger verloren sein wird.

Teil V - DEUTSCHLAND IM INTERNATIONALEN VERGLEICH MIT LUXEMBURG

Autorin: Lissie Goldbach

Deutschland im internationalen Vergleich mit Luxemburg

Autorin: Lissie Goldbach

Der deutsche Gesetzgeber hat mit seinem „Dreiklang" der gesetzliche Regelwerken KAGB, WpHG und VermAnlG eine solch massive Dichte an Regulierung geschaffen, dass die Existenz eines unregulierten Fonds praktisch ausgeschlossen ist: Jeder Fonds unterfällt entweder erstens dem KAGB, zweitens dem WpHG und drittens dem VermAnlG (in dieser Reihenfolge erfolgt auch die rechtliche Prüfung bezüglich der **Einordnung der jeweiligen Fondsstruktur** unter das jeweilige Gesetz).

Motor diesbezüglicher Gesetzesinitiativen war mal wieder – an allererster Stelle – der Anlegerschutz.

Motor diesbezüglicher Gesetzesinitiativen war mal wieder – an allererster Stelle – der Anlegerschutz. Außerordentlich wichtig – zugegeben. Aber gibt es nicht auch noch weitere Interessen eines Anlegers außer einer reinen Risikoabsicherung durch Anlegerschutz? Und wo finden sich eigentlich die Interessen und Anliegen der Fondsinitiatoren in diesen gesetzlichen Regelungen wieder?

Da gäbe es weitere Interessen, zum Beispiel auf Seiten des Fondsinitiators das Interesse sein Fondsprodukt recht zügig auf den Markts zu bringen, weil es sich beispielsweise um ein innovatives, zeitkritisches Produkt handelt,

Da gäbe es weitere Interessen, zum Beispiel auf Seiten des Fondsinitiators das Interesse sein Fondsprodukt recht zügig auf den Markts zu bringen, weil es sich beispielsweise um ein innovatives, zeitkritisches Produkt handelt, zum Beispiel bei der Beteiligung an einem Start-up (time-to-market-Vorteil). Weiter seien allgemein finanzielle und wirtschaftliche Interessen genannt: Man möchte nicht unnötige Unsummen für das **Billigungsverfahren und die diesbezügliche anwaltliche Beratung** ausgeben, bevor man ein Fondsprodukt überhaupt auf dem Markt platziert. Ein weiteres Kriterium ist Sicherheit: Der Fondsinitiator stellt sich anfangs die Frage, ob sein Fondsprodukt in dem Land, in dem er es auflegen möchte, aller Vorausicht nach überhaupt zugelassen wird oder ob das Risiko besteht, dass die Emittierung scheitert. Nicht außer Acht zu lassen ist auch das Interesse von Initiatoren an einer gewissen „Infrastruktur", also die Frage, ob und gegebenenfalls inwieweit man einen bestimmten Service in Bezug auf die Emittierung seines Produkts vor Ort geboten bekommt. **Ein solcher erschöpft sich nicht in einer erstklassigen rechtlichen Beratung (an der es Deutschland aufgrund von zahlreichen hochqualifizierten Anwälten keinesfalls mangelt)**. Ein Initiator stellt sich die Frage, wo sich gute, erfahrene, sprachlich flexible, auf das jeweilige Fondsprodukt spezialisierte Serviceanbieter, Depotbanken, Steuerrechtsexperten etc. befinden. Wo arbeiten alle – Fondsinitiatoren, Serviceprovider und Rechtsberater – möglichst reibungslos auf kurzem Wege miteinander zusammen? Nicht zu unterschätzen ist auch die Frage danach, wo die Kommunikation mit den Aufsichtsbehörden serviceorientiert ausgerichtet ist. Wo erhalte ich auf kurzem schnellen Wege (zum Beispiel per Telefon oder E-Mail) eine Auskunft und wo findet die Kommunikation mit der **Aufsichtsbehörde** auf einer horizontalen, wo auf einer eher vertikalen Ebene statt?

Nicht zu unterschätzen ist auch die Frage danach, wo die Kommunikation mit den Aufsichtsbehörden serviceorientiert ausgerichtet ist. Wo erhalte ich auf kurzem schnellen Wege (zum Beispiel per Telefon oder E-Mail) eine Auskunft und wo findet die Kommunikation mit der Aufsichtsbehörde auf einer horizontalen, wo auf einer eher vertikaler Ebene statt?

Gleiche Fragen ergeben sich auch bei Errichtung einer (Kapital-) Verwaltungsgesellschaft.

Auf den Punkt gebracht: Welcher Standort ist für die Auflegung von Fonds und die Gründung von (Kapital-)Verwaltungsgesellschaften am besten ausgerichtet?

Die Antwort ist (noch) nicht Deutschland. Woran liegt das?

Unabhängig von zahlreichen Argumenten, die man zur Untermauerung dieser These ins Feld führen könnte (dazu später), liegt es vor allem an einem: Deutschland (und damit als Finanzplatz Nr. 1: Frank-

furt) begreift sich selbst nicht als Fondsstandort. Es wird zu wenig auf die Fondsinitiatoren-Seite und dessen Bedürfnisse sowie auf über den Anlegerschutz hinausgehende Interessen von Anlegern geschaut. Die BaFin hat sich vor nicht allzu langer Zeit vermehrt den **Verbraucherschutz** auf die Fahne geschrieben – lobenswert aber allein genommen wieder sehr einseitig in Richtung Anleger. Man hat manchmal den Eindruck, als erscheine die Fondsbranche dem Deutschen Gesetzgeber und der Aufsichtsbehörde als ein geduldetes „Ungeheuer", das man bändigen und im Zaum halten muss, als ein Pflänzchen, das man regelmäßig gießen muss, damit es wächst. Aber wer sich selbst nicht als Fondsstandort bergreift, der kann nicht erwarten, dass andere das tun.

Man hat manchmal den Eindruck, als erscheine die Fondsbranche dem Deutschen Gesetzgeber und der Aufsichtsbehörde als ein geduldetes „Ungeheuer", das man bändigen und im Zaum halten muss...

Dies ist in Luxemburg mitunter anders: Die Fondsbranche (und die Finanzbranche als solche) gehört zu Luxenburg wie der großherzogliche Palast zu Luxenburg gehört. Daran bestehen keine Zweifel, wenn man die von namenhaften Banken, Anwaltskanzleien, Fonds, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und anderen Serviceprovidern gesäumte Avenue J.F. Kennedy entlang und in die Altstadt fährt.

Aber wie kommt es zu dem **Unterschied beider Länder** angesichts zunehmender Rechtsangleichung im Rahmen europäischer Regelungen?

In Deutschland werden die einschlägigen europäischen Vorschriften häufig überobligatorisch (sogenanntes „Gold-plating") zu Gunsten von Anlegerschutzinteressen umgesetzt, was sich – im Vergleich zu Luxemburg aber auch anderen Ländern, wie der Schweiz oder Liechtenstein – in sehr restriktiven Gesetzesregelungen widerspiegelt, die für Fondsinitiatoren mitunter zu Hürden bei der Auflegung von Fonds über deren gesamte Lebenszeit hinweg führen.

In Deutschland werden die einschlägigen europäischen Vorschriften häufig überobligatorisch (sogenanntes „Gold-plating") zu Gunsten von Anlegerschutzinteressen umgesetzt...

Schielt man nur auf den Anlegerschutz – der aufgrund der katastrophalen Auswirkungen der Finanzkrise für Anleger zweifelsohne seine Berechtigung hat – mag man das vordergründig gutheißen. Aber ist nicht vielleicht eine gewisse Ausgeglichenheit zwischen dem „Spannungsfeld" Anlegerschutz und Anliegen von Fondsinitiatoren auf lange Sicht der richtige Weg? Und besteht überhaupt in jedem Punkt ein Spannungsverhältnis aufgrund von konträren Interessen oder gibt es auch gemeinsame Interessen von Anlegern und Fondsinitiatoren?

Auch Anleger und ihre Interessen variieren. Sie haben unterschiedliche Bedürfnisse, was Sicherheit, **Flexibilität in den Anlageklassen,** Mitbestimmungsrechte, Steuern, Innovation, Regulierungsgrad und Fondsproduktpräferenzen angeht. Je nach Anlegerkreis und dessen Bedürfnisse, wählen Fondsinitiatoren ihr Fondsvehikel aus. Sie wählen das, was möglichst auf die Interessen ihrer (potenziellen) Anleger – und damit ihre eigenen – zugeschnitten ist („taylor-made"-Fondsvehikel). Eine gewisse Auswahlmöglichkeit an verschiedenen Fondsvehikeln ist dabei vorteilhaft.

Je nach Anlegerkreis und dessen Bedürfnisse, wählen Fondsinitiatoren ihr Fondsvehikel aus. Sie wählen das, was möglichst auf die Interessen ihrer (potenziellen) Anleger – und damit ihre eigenen – zugeschnitten ist.

Zudem gibt es schlichtweg auch Anleger, die **nicht viel Wert** auf eine Regulierung bis ins letzte „Zipfelchen" legen, weil sie selbst über ausreichende Kenntnisse im Finanzbereich verfügen und einen überkandidelten Anlegerschutz als eine massive Bevormundung ihrer selbst empfinden. Zwar ist für solche Anleger auch in Deutschland der Anlegerschutz geringer ausgeprägt. Dies ändert aber nichts an der Tatsache, dass trotz dessen das Fondsprodukt als solches stets reguliert ist. Den professionellen Anlegern muss aber auch die Möglichkeit gewährt werden, bei Bedarf in einen nicht-regulierten Fonds zu investieren. Diese Möglichkeit gibt es mitunter in Luxemburg. In diesem Zusammenhang ist die Grün-

dung einer Luxemburger Kommanditgesellschaft, der SCS *(société en commandite simple)* oder einer SCSp (société en commandite spéciale, einer Kommanditgesellschaft ohne Rechtspersönlichkeit) als alternativer Investmentfonds (AIF), ohne Fondsregime oder der RAIF (*fonds d'investissement alternatif réservé*) eine häufige Wahl.

Die Berücksichtigung aller Interessen der Beteiligten erscheint mithin als **zwingende Grundlage** für die erfolgreiche Etablierung einer Fondsbranche, weil man sonst Fondsinitiatoren verprellt und diese zunehmend ins Ausland/europäische Ausland abwandern (zum Beispiel Schweiz, Caymen Islands, Luxemburg, Dublin).

Scheinbar anders als der deutsche Gesetzgeber, hat sich der Luxemburger Gesetzgeber mit vielen dieser Fragen auseinandergesetzt: Dass man den Blick auch in Richtung Fondsinitiatoren und vielfältige Anlegerinteressen – im **Rahmen der europäischen Bestimmungen** – weiten muss, ist dort zweifelsohne angekommen. Weitblick hat der Luxemburger Gesetzgeber zuletzt mit Schaffung des RAIF-Gesetzes im Juli 2016 bewiesen: Er hatte erkannt, dass die AIFM-Richtlinie 2011 (diese ist in Luxemburg fast 1 zu 1 im AIFM-Gesetz von 2013 umgesetzt) zu einer Doppelregulierung von Fondsprodukt (also dem Fonds selbst, sofern er als AIF qualifiziert) und Fondsmanager (dem AIFM, in Deutschland Kapitalverwaltungsgesellschaft, kurz KVG, genannt) durch den europäischen Gesetzgeber führte, die als zu restriktiv und auch unpraktisch in der Umsetzung (bürokratische Doppelüberwachung) empfunden wurde und reagierte umgehend. Mit Einführung des RAIF-Gesetzes können nunmehr **Spezialinvestmentvermögen** (in Luxemburg Spezialfonds genannt) aufgelegt werden, die nicht der Aufsicht der Luxemburger Aufsichtsbehörde (der CSSF) unterstehen. Gesetzliche Voraussetzung ist allerdings inter alia das Vorhandenseins einer volllizensierten KVG (eines AIFM), welche reguliert ist.

Weitblick hat der Luxemburger Gesetzgeber zuletzt mit Schaffung des RAIF-Gesetzes im Juli 2016 bewiesen: Er hatte erkannt, dass die AIFM-Richtlinie 2011 (diese ist in Luxemburg fast 1 zu 1 im AIFM-Gesetz von 2013 umgesetzt) zu einer Doppelregulierung von Fondsprodukt (also dem Fonds selbst, sofern er sich als AIF qualifiziert) und Fondsmanager (dem AIFM, in Deutschland Kapitalverwaltungsgesellschaft, kurz KVG, genannt) durch den europäischen Gesetzgeber führte...

Der Markt nahm es dankend an: Bereits am selben Tag des Inkrafttretens wurde der erste RAIF aufgelegt. Bis heute (Stand: 2. Juli 2018) sind ausweislich der beim Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés Luxenbourg, kurz RCSL*) befindlichen RAIF-Liste bereits 306 RAIFs aufgelegt worden. Tendenz steigend. Gleich mitgeregelt hat der Gesetzgeber zudem – wohlgemerkt auch zu Gunsten der Anleger! – **die Wahlmöglichkeit der steuerlichen Ausgestaltung:** Der RAIF kann entweder dem steuerlichen Modell eines Luxemburg Spezialfonds folgen oder aber dem einer Luxemburger SICAR (*société d'investissement en capital à risque*, im Deutschen: Eine Investmentgesellschaft in Risikokapital). Damit kommt man auch dem Bedürfnis von Anleger und Fondsinitiator, sein „tailor-made-Fondsvehikel" zu finden, weitestgehend entgegen.

Aber nicht nur auf Gesetzgeberebene hat Deutschland aufzuholen, wenn es wünscht, auch zu einem ernstzunehmenden Fondsstandort zu werden. Auch was die Exekutivebene und damit vorne an die BaFin angeht, mag es Verbesserungsbedarf à la Luxembourg geben: Dies fängt bereits bei der Sprache an: Während in Luxemburg die gesamte Kommunikation und die Einreichung sämtlicher Dokumente in englischer Sprache möglich ist, zieht die BaFin nur sehr langsam mit Erneuerungen in Richtung „Internationalisierung" und Abschaffung von Sprachbarrieren nach. Hinzu kommt die **bürokratische Hürde**: Auskünfte werden nur förmlich, auf schriftliches Anfordern hin, erteilt und dann mitunter zögerlich. Die leicht vertikale Kommunikationsebene mag der ein oder andere im Rahmen eines Billigungsverfahrens mit der BaFin wahrgenommen haben: Es besteht kein Zweifel daran, wer am „längeren Hebel" sitzt.

Aber nicht nur auf Gesetzgeberebene hat Deutschland aufzuholen, wenn es wünscht, auch zu einem ernstzunehmenden Fondsstandort zu werden.

Im Billigungsverfahren (insbesondere bezüglich VermAnlG-basierter-Fonds) auftretende Schwierigkeiten und Unwägbarkeiten – die nicht selten mitunter in „Förmeleidebatten“ und „Haarspaltereien“ ob des jeweiligen Wortlauts enden – begegnet man dort allzu selten mit konstruktiven Lösungsvorschlägen im horizontalen Austausch. Dies ist vor allem deshalb suboptimal und ungerechtfertigt, weil es sich auf der „unteren“ Seite zeitweilig um Anwälte handelt, die aufgrund ihrer zum Teil jahrzehntelangen Berufserfahrung **echte Experten** auf dem Fondsgebiet sind und die mitunter – nicht zuletzt wegen der dreijährigen Wechselpflicht von Mitarbeitern der BaFin – teils mehr fondsbezogenes Wissen angehäuft haben mögen, als der ein oder andere BaFin-Mitarbeiter selbst. Eine mehr **horizontale ausgerichtete Kommunikation** wäre der Sache in dem einen oder anderen Falle sicherlich zuträglicher, der Ruf der BaFin (auch im Ausland) als „service-orientiert“ wohl die Folge.

Deutschland als Alternative zu den derzeit gängigen Fondsstandorten in Zukunft? Das wirtschaftliche Potenzial, das kreative Unternehmertum sind zumindest vorhanden.

Eine mehr horizontale ausgerichtete Kommunikation wäre der Sache in dem einen oder anderen Falle sicherlich zuträglicher, der Ruf der BaFin (auch im Ausland) als „service-orientiert“ wohl die Folge.

UNSERE FRAGE:

Ist die Regulierung geeignet den grauen Kapitalmarkt verschwinden zu lassen?

Wir haben die Meinung der Autoren zu dieser Frage eingeholt.

Mit dem KAGB hat ein hohes Maß an Qualität Einzug in die Emissionshäuser gehalten. Aufgrund der Verwaltungspraxis aber leider auch eine Standardisierung, die innovativen Alternativen zunehmend den Weg in den Markt versperrt.

***Volkhard Neumann**, Rechtsanwalt*

1. Ob das KAGB den Anlegerschutz „massiv" verbessert, ist zweifelhaft. Allerdings finden sich im KAGB sehr viele Regelungen, die punktuell den Anlegerschutz erhöhen. Als besonders anlegerschützend sind die Regelungen in § 261 Abs. 1 und Abs. 2 KAGB zu bewerten, wonach Publikumsinvestmentvermögen nur in bestimmte Vermögensgegenstände investieren dürfen. Dadurch werden „abenteuerliche" Investitionsmodelle, wie beispielsweise Investitionen in Kunst, Wein, Oldtimer, etc. erschwert beziehungsweise im Rahmen des KAGB unmöglich. In der Vergangenheit erlitten Anleger jedoch häufig Verluste auf Grund negativer wirtschaftlicher Entwicklungen oder auf Grund von strafrechtlich relevanten Handlungen der Initiatoren. Vor diesen Gefahren kann auch das KAGB weiterhin nur in begrenztem Umfang schützen.

2. Derzeit existieren keine besonderen Regelungen für den Finanzvertrieb über das Internet. Die allgemein gültigen Regeln für den Vertrieb gehen davon aus, dass ein persönliches Gespräch stattfindet und dass der Berater/Vermittler den Kunden in gewissem Umfang kennt. Diese Regelungen können nur schwer auf den Online-Vertrieb übertragen werden. Es müssen geeignete Regelungen entwickelt werden, wie Finanzinstrumente an die Digital Natives vertrieben werden können. Bei der Entwicklung dieser Regelungen muss diskutiert werden, ob und in welchem Umfang Anleger, die über das Internet Investitionen tätigen, geschützt werden müssen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Anleger, die über das Internet investieren, im Regelfall aufgeklärter sind und selbstbestimmter handeln als Anleger, die das persönliche Gespräch mit einem Berater/Vermittler wählen.

***Dr. Gunter Reiff**, Rechtsanwalt*

Das Ziel wurde nur teilweise nicht erreicht, da ein Ausweichen auf andere Emissionen stattgefunden hat, die erst seit dem Kleinangelegerschutzgesetz vom Juli 2015 (beispielsweise Nachrangdarlehen) erfasst werden.

Die Schwäche ist, dass die Anforderungen und Überwachungen nach dem KAGB und dem Vermögensanlagengesetz nicht identisch sind.

Information overloaded führt nicht zu einer Verbesserung des Anlagerschutzes, eher zu einer Konterkarierung.

***Oliver Renner** Rechtsanwalt*

Das KAGB als Gesetz kann es nicht alleine leisten, den Anlegerschutz zu verbessern und das Image vom „grauen Kapitalmarkt" zu beseitigen. Wie jüngste Umfragen zeigen, nehmen viele Anleger aus schlechten Erfahrungen aus der Vergangenheit die jetzt im KAGB geregelten Anlageformen noch immer als zum Teil unseriösen „grauen Kapitalmarkt" wahr. Wer hier meint, alle mit noch mehr Regularien über die aktuellen Herausforderungen wie etwa Zielmarktbestimmungen und Geeignetheitserklärung hinaus die Situation zu verbessern, denkt am Markt vorbei. Transparente Darstellung und wirtschaftlich vorzeigbare Ergebnisse von dauerhaft am Markt agierenden Anbietern zählen mehr als weitere Vorschriften.

Das bedeutet nicht, dass Regulierungsstandards etwa wieder gesenkt werden sollen. Nicht die quantitative Erhöhung der Anforderungen durch noch weitere Unterlagen, Formalprüfungen oder Nachweise sollte im Vordergrund stehen, sondern ein höheres Augenmerk auf der qualitativen Verbesserung liegen. Dann kann scheinbar weniger mehr sein. Im Detail gilt es zudem noch, die gesellschaftsrechtliche Komponente von geschlossenen AIF nicht „wegzuregulieren": Sie sind kein Produkt, was man von einem Dritten schlicht kaufen und verkaufen kann, sondern eine gesellschaftsrechtliche und gemeinsame Beteiligung von Anlegern und sollten dies auch bleiben.

***Prof. Dr. Thomas Zacher**, MBA, Rechtsanwalt/Steuerberater*

Ja, das KAGB hat im Bereich der Geschlossenen Fonds bereits viel erreicht – die Markteintrittsschwellen sind höher geworden, das unternehmerische Fondskonzept wird von mehr Personen einer kritischen Betrachtung unterzogen und die Anlegergelder sind jedenfalls im Publikumsbereich wegen der Einschaltung einer Verwahrstelle sicherer. Allerdings bilden sich immer wieder graue Märkte, meines Erachtens ist dies gerade bei den Initial Coin Offerings der Fall, jedenfalls soweit ein Utility Token vertrieben wird.

***Dr. Oliver Zander**, Rechtsanwalt*

ERLÄUTERUNG WICHTIGER FACHBEGRIFFE

AIF	Alternative Investmentfonds, § 1 Abs. 3 KAGB
AIFM	Alternative Investmentfonds Manager (EU-Richtlinie)
Alternativer Investment-fonds	Alle Fonds im Sinne des KAGB, die keine Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) im Sinne der OGAW-Richtlinie (siehe Investmentgesetz (InvG)) sind, also zum Beispiel Immobilienfonds und Private Equity Fonds.
Altersvorsorge	die Anlage von Vermögen, um nach Ausscheiden aus dem Erwerbsleben seinen Lebensunterhalt bestreiten zu können
Angemessenheitsprü-fung	Prüfung des Anlagevermittlers gemäß § 31 Abs. 5 WpHG
Anlagebedingungen	Bedingungen für die Kapitalanlage bei Investmentfonds, § 162 f. KAGB
Anlageberater	Person, die die Anlageberatung im Sinne von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG (Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden im Hinblick auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten) durchführen.
anlagegerechte Aufklärung	vermittelt alle Informationen über die Anlage, namentlich deren Risiken und Besonderheiten. Sie zielt darauf, den Anleger die Kenntnisse zu vermitteln, um entscheiden zu können, ob die Anlage für ihn geeignet ist, also seinen Zielen seiner Risikobereitschaft betrifft.
Anlagevermittler	Person, die die Anlagevermittlung im Sinne von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG (Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten) durchführen.
anlegergerechte Beratung	ist die Empfehlung einer Anlage unter Berücksichtigung des Risikoprofils und der Ziele des Anlegers.
Anspruchsgrundlage	Eine Norm, die einer Person das Recht gibt, von einer anderen Person etwas (ein Tun oder Unterlassen, wie zum Beispiel eine Schadensersatzzahlung) zu fordern.
Aufsichtsrechtliche und zivilrechtliche Pflichten des Beraters/Vermittlers	Im deutschen Recht ist zwischen den aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen des Beraters/Vermittlers zu unterscheiden. Ein Verstoß gegen Aufsichtsrecht hat dabei keine unmittelbaren Wirkungen gegenüber dem Anleger, sondern kann zunächst nur von der zuständigen Aufsichtsbehörde geahndet werden. Im Grunde haben fast alle gesetzlichen Regelungen für Finanzdienstleister aufsichtsrechtlichen Charakter, insbesondere die Verhaltensvorschriften in der Finanzanlagenvermittlungsverordnung und im Wertpapierhandelsgesetz sind bloßes Aufsichtsrecht. Die zivilrechtlichen Pflichten des Beraters/Vermittlers, deren Verletzung zu einer Haftung gegenüber dem Anleger führen, werden hingegen faktisch von der Rechtsprechung entwickelt. Die strikte Trennung, welche in der EU nur noch in Deutschland und Österreich besteht, wird aber immer mehr aufgeweicht. Insbesondere nimmt die Rechtsprechung immer häufiger an, dass den aufsichtsrechtlichen Pflichten eine sogenannte Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht zukommt. Primär sollte sich der Finanzdienstleister ohnehin an den aufsichtsrechtlichen, also den gesetzlich ausdrücklich geregelten Vorschriften orientieren. Wer diese ordnungsgemäß beachtet, dem wird man nicht vorwerfen können, dass er sich zivilrechtlich anders hätte verhalten müssen.
Auslagerung	Übertragung von aufsichtsrechtlich relevanten Aufgaben auf Dritte, § 36 KAGB
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Basisinformationsblätter	stellen eine standardisierte Information über grundlegende Merkmale und Risiken von bestimmten Anlageprodukten dar.
Berater und Vermittler	unterscheiden sich dadurch, dass nur der Berater die Anlage empfiehlt.
Beratungsprotokoll	Protokoll, das der Anlageberater bei der Anlageberatung von Privatkunden zu erstellen hat, § 34 Abs. 2a WpHG
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Billigungsverfahren	Prospektprüfungsverfahren bei der BaFin, an dessen Schluss, bei Vorliegen der Voraussetzungen, die Billigung des eingereichten Prospektes durch Billigungsbescheid steht.
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Blindpool	Fonds, bei denen die Anleger vor einem Anteilserwerb nicht wissen, in was sie (mittelbar) investieren.
Bond-Urteil	Urteil des BGH im Hinblick auf die Pflichten eines Anlageberaters vom 6.7.1993, BGHZ 123, 126
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
Compliance	auch Regelkonformität, ist die betriebswirtschaftliche Umschreibung für die Einhaltung von Gesetzen und Richtlinien, aber auch von freiwilligen Kodizes, in Unternehmen.
Crowdinvesting-Plattform	internetbasierte Vertriebsplattform von Finanzinstrumenten in der Anlagevermittlung
Delegierten Richtlinie	Richtlinie der Kommission (EU) 2017/593 vom 07. April 2016 mit konkretisierenden Vorschriften zur MiFID II.
Derivate	Finanzinstrumente, deren Preise sich nach den Kursschwankungen oder den Preiserwartungen anderer Investments richten (zum Beispiel Zertifikate, Optionen, Futures und SWAPS)
Dreipersonenverhältnis	begründet sich aus dem Anleger, dem Vermittler und dem Initiator. Der Begriff wird im Zusammenhang mit der Pflicht zur Aufklärung über Zuwendungen verwendet.

Einlagengeschäft	Das Einlagengeschäft gehört zu den Bankgeschäften im Sinne von § 1 KWG, die einer Erlaubnis nach § 32 KWG bedürfen, wenn sie den für die Bankenaufsicht definierten Umfang überschreiten.
Emission	erstmaliger Vertrieb von Finanzinstrumenten
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ETF	Exchange Traded Funds
Finanzanlagenvermittler-verordnung (FinVermV)	regelt die Pflichten des freien Anlagevermittlers. Sie enthält auch besondere Pflichten des Beraters. Sie beruht auf der Ermächtigung des § 34 g GewO.
Finanzbericht	Die nach dem KAGB für die investmentrechtliche Berichterstattung vorgesehenen Finanzberichte, wie z.B. Jahresbericht, Halbjahresbericht.
Finanzdienstleistung	gemäß § 32 KWG erlaubnispflichtige Tätigkeit, geregelt in § 1 (1a) KGW
Fintech	Finanztechnologie
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung
Freistellungsvereinba-rung/Freistellungsver-pflichtung	Vertragliche Vereinbarung, die eine Vertragspartei insbesondere dazu verpflichtet, solche Ansprüche zu erfüllen und zu befriedigen, die Dritte gegen die andere Vertragspartei mit einer bestimmten Begründung (zum Beispiel Fehlerhaftigkeit von Verkaufsunterlagen) geltend machen.
Geeignetheit	liegt vor, wenn die Anlage dem Risikoprofil und Zielen des Anlegers entspricht.
Geeignetheitserklärung	wird ab dem 01. Januar 2018 anstelle des bisherigen Beratungsprotokolls von dem Finanzanlagenberater verlangt, bevor der Anleger zeichnet. In der Erklärung ist festzuhalten, warum die Anlage für den Anleger geeignet ist, namentlich seinem Risikoprofil und Zielen entspricht.
Geeignetheitsprüfung	Prüfung des Anlageberaters gemäß § 31 Abs. 4 WpHG
Geschlossene Fonds	Alle Fonds, die keine offenen Fonds sind.
GewO	ist die Gewerbeordnung, in der der Beruf des freien Finanzvermittlers (Beraters) geregelt ist, und zwar in § 34 f. GewO.
Haftungsdach	umgangsprachlicher Begriff für Finanzdienstleistungsinstitute, die gebundene Vermittler gemäß § 2 (10) KWG führen
Honoraranlageberater	Anlageberater, der vom Kunden für seine Beratungsleistung vergütet wird, § 31 Abs. 4c WpHG
IHS	Inhaberschuldverschreibungen
Immobilien-Sonderver-mögen	Sondervermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in Immobilien anlegen.
Interessenskonflikt	bezieht sich auf die sich widersprechenden Interessen des Beraters und dessen Anlegers und wird dadurch indiziert, wenn der Berater von dritter Seite, nämlich dem Initiator eine Provision erhält (Zuwendung). Nach der bisherigen Rechtsprechung wird allein von Banken eine Aufklärung wegen des bestehenden Interessenkonflikts über die Zuwendung verlangt. Zur Vermeidung eines Beratungsfehlers ist angesichts § 12 a FinVermV auch dem freien Finanzanlagenvermittler und Finanzanlagenberater zu empfehlen, über den Anleger über die Provision aufzuklären.
Interne Revision	auch Innenrevision genannt, ist eine vom Tagesgeschäft unabhängige, objektive Prüfungs- und Beratungsaktivität in einer Organisation.
Investmentvermögen	Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital zur gemeinschaftlichen Anlage nach einer im Voraus festgelegten Anlagestrategie einsammelt, § 1 KAGB
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kapitalanlagegesetzbuch	Seit dem 22. Juli 2013 ist das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) die rechtliche Grundlage für Verwalter offener und Geschlossener Fonds.
Kapitalverwaltungsgesell-schaft beziehungsweise KVG	Die KVG ist verantwortlich für die Betreuung beziehungsweise Verwaltung der Bestände von inländischen Investmentvermögen, Investmentvermögen aus der EU sowie ausländischen AIF. Nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) müssen Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) und alternative Investmentfonds (AIF) ohne Ausnahmen eine KVG nachweisen. Sie spielt eine zentrale Rolle bei der kollektiven Verwaltung des Investmentvermögens, ihrem Risiko- und Portfoliomanagement sowie der Führung des Anlegerregisters.
KARBV	Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände
Kausalität	Die Kausalität beschreibt die Ursächlichkeit einer Handlung oder eines Ereignisses (zum Beispiel Falschberatung) und dem eingetretenen Erfolg (zum Beispiel Vermögensschaden) und ist Voraussetzung insbesondere für die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen.
Kick-Back	Vergütung, die der Anlageberater von dritter Seite im Hinblick auf die Anlageberatung erhält. Diese ist seit Beginn der sog. Kick-Back-Rechtsprechung des BGH verboten (vgl. BGH vom 9.3.2011, WM 2011, 925)
Kohärenz	Widerspruchsfreiheit
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft, § 1 Abs. 15 und 16 KAGB

KWG	Kreditwesengesetz
Liquiditätsmanagement	Gesamtheit aller Maßnahmen der kurzfristigen Finanzdisposition in einem Unternehmen. Hierzu gehören sämtliche Aufgaben und Maßnahmen, die zur Sicherung der Liquidität und zur Erreichung höchster Effizienz im Zahlungsverkehr durchgeführt werden. Hierbei geht es um eine aktive, zielorientierte Steuerung der Liquidität mit dem Ziel der Sicherstellung und Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens.
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission Text von Bedeutung für den EWR
MiFID	Market in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II, Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
Mittelverwendungskontrolleur	In der Regel unabhängiger Dienstleister, der die zweckentsprechende Verwendung von Anlegergeldern überwacht
Nachrangdarlehen	Darlehen, für die ein Rangrücktritt erklärt wird.
Nettoinventarwert	Das KAGB schreibt vor, dass mindestens einmal jährlich der Nettoinventarwert der Investmentgesellschaft und daraus abgeleitet der Nettoinventarwert je Anteil ermittelt wird. Dazu werden die Vermögensgegenstände der Investmentgesellschaft durch Gutachter bewertet, um die Höhe des Vermögens der Investmentgesellschaft festzustellen. Der Nettoinventarwert ergibt sich, indem die Verbindlichkeiten der Investmentgesellschaft vom Vermögen der Investmentgesellschaft abgezogen werden.
Netto-Mietrendite	Verhältnis der Jahresnettomiete zum Kaufpreis zuzüglich Kaufnebenkosten.
Offene Fonds	OGAW und AIF, deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners zurückgekauft oder zurückgenommen werden.
Offene Immobilien-Publikumsfonds	Alle Sondervermögen mit Investitionsschwerpunkt Immobilien, die keine offenen Immobilien-Spezialfonds sind.
Offene Immobilien-Spezialfonds	Sondervermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in Immobilien anlegen und ausschließlich von professionellen und semiprofessionellen Anlegern erworben werden dürfen.
OLG	Oberlandesgericht
Plausibilität	Beurteilungskriterium für Aussagen: einleuchtend, verständlich, begreiflich, offenkundig
Plausibilitätsprüfung	Eine Plausibilitätsprüfung des Prospektes schuldet auch der Vermittler. Dazu muss der Prospekt gelesen werden und die darin gemachten Angaben auf Plausibilität geprüft werden. Erwartet wird also nicht eine Analyse der Anlage, sondern die Prüfung der Darstellung auf Verständlichkeit und Plausibilität.
Plausibilitätsprüfungspflicht	Die Plausibilitätsprüfungspflicht stellt quasi das Einfallstor dar, um Anlageberater und Anlagevermittler für Prospektfehler haftbar zu machen. Diese haften zwar nicht automatisch für unrichtige Prospektangaben. Allerdings sind sie verpflichtet, die Plausibilität des Anlagekonzepts zu überprüfen, insbesondere ob die Prospektangaben widerspruchsfrei sind und ein schlüssiges Gesamtbild geben. Ein Plausibilitätsmangel führt dabei in der Regel zu einer Haftung, es sei denn, der Berater beziehungsweise Vermittler hat ihn offengelegt oder den Anleger darauf hingewiesen, dass er die Plausibilität nicht geprüft hat.
Portfoliomanagement	Zusammenstellung und Verwaltung eines Portfolios, das heißt eines Bestandes an Investitionen, im Sinne der mit dem Investor vereinbarten Anlagekriterien, insbesondere durch Käufe und Verkäufe mit Blick auf die erwarteten Marktentwicklungen.
PRIIPs-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte.
Privatanleger	Alle Anleger, die weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger sind.
Privatkunde	Privatkunden sind Kunden im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, die keine professionellen Kunden sind.
Product Governance	Unter diesem Schlagwort führt die MiFID II umfangreiche organisatorische Anforderungen für die Hersteller von Finanzinstrumenten sowie für die Anbieter solcher Produkte ein.
Produktfreigabeverfahren	Vom Anbieter eines Finanzinstruments gemäß § 80 Abs. 9 WpHG (künftige Fassung) einzurichtendes Verfahren, mit dessen Hilfe der Zielmarkt und der Zielkunde des angebotenen Finanzinstruments ermittelt wird.
Professioneller Anleger	Jeder Anleger, der im Sinne von Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann.
Professioneller Kunde	Jeder Kunde, der im Sinne von Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann.
Prospekthaftung	Haftung im Zusammenhang mit der Herausgabe von Prospekten, teilweise spezialgesetzlich geregelt (§ 306 KAGB und § 20 VermAnlG), teilweise auf der Rechtsprechung beruhend.
Prospektprüfung	geschieht nun auch durch die BaFin, wenn auch die Richtigkeit des Prospektes dadurch nicht sichergestellt wird.
Publikums-AIF	Alle AIF, die keine Spezial-AIF sind. Fonds, die sich nicht nur an einen speziellen, meist besonders qualifizierten Adressatenkreis richten, sondern von allen Interessenten gezeichnet werden können.

Rangrücktritt bei Darlehen	Durch den Rangrücktritt wird der Darlehensgeber erst nach den Gläubigern, gegenüber denen er mit seiner Forderung zurückgetreten ist, befriedigt. Erfolgt die Befriedigung allein aus zukünftigen Gewinnen oder im Falle der Insolvenz des Schuldners nach dessen Verbindlichkeiten, spricht man von einem qualifizierten Rangrücktritt. Dadurch verliert das Darlehen auch seinen Charakter als Darlehen. Es gehört damit zu den Nachrangdarlehen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes. Weder die Hingabe des Darlehens noch die Annahme als Einlagen bedürfen in diesem Fall einer Erlaubnis nach § 32 KWG.
Risiken	liegen bei jeder Anlage vor. Sie müssen dem Anleger dargestellt werden, was meist durch den Prospekt geschieht. Dabei geht es um das bis zum Totalausfallverlust führende unternehmerische Risiko einer Kommanditbeteiligung, das aus der Volatilität der Erträge und der Fremdfinanzierung folgt. Die Risikobeschreibung darf nicht mit dem Begriff „sicher" verbunden werden, weil durch sie ein unzutreffendes Bild entsteht. Möglich ist, anhand der einzelnen Risikoparameter die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Risikos zu erörtern. Unter Risiken versteht man auch beispielsweise das Wiederaufleben der Kommanditistenhaftung und die mangelnde Übertragbarkeit einer Kommanditbeteiligung. Die Kommanditistenhaftung, nämlich die Haftung des Kommanditisten gegenüber einem Gläubiger der Gesellschaft, wird grundsätzlich durch die Einzahlung der Kommanditeinlage (Hafteinlage) erledigt. Sie lebt aber wieder auf, wenn Ausschüttungen geleistet werden, die nicht auf Gewinnen beruhen (§ 172 Abs. 4 HGB). Die mangelnde Übertragbarkeit hat ihre Ursache in den nicht vorhandenen ergiebigen Märkten. So sind auch die derzeit vorhandenen Zweitmärkte nicht in der Lage, zu jedem Zeitpunkt Kommanditbeteiligungen verkaufen zu können. Auch bedarf es regelmäßig der Zustimmung der Gesellschaft sowie des Treuhandkommanditisten. Diese Zustimmungen sind teils zeitlich begrenzt, wenn beispielsweise nur zum Ende des Jahres übertragen werden kann.
Risikomanagement	Tätigkeit des Umgangs mit Risiken. Dies umfasst sämtliche Maßnahmen zur Erkennung, Analyse, Bewertung, Überwachung und Kontrolle von Risiken.
Risikoprofil	ist die Bereitschaft des Anlegers zum Eingehen von Risiken. Zu beachten ist dabei, dass ein Anleger durchaus bereit ist, unterschiedliche Risiken einzugehen, nämlich bei einem Teil seiner Anlagen auch größere Risiken einzugehen, als es im Übrigen bei Vermögensanlagen geschieht.
Robo-Advisor	internetbasierte Vertriebsplattform von Finanzinstrumenten in der Anlageberatung
Semiprofessioneller Anleger	Anleger, die sich fondsbezogen verpflichten mindestens 200.000 Euro zu investieren und die seitens der KVG oder des Vertriebs als erfahren und verständig eingestuft werden. Ohne diese Einstufung gilt als semiprofessioneller Anleger, wer mindestens zehn Millionen Euro fondsbezogen investiert oder die Kriterien des § 1 Absatz 19 Nr. 33 b) oder d) KAGB erfüllt.
Senat	sind die einzelnen Spruchkörper des Bundesgerichtshofes, aber auch der Oberlandesgerichtes. Der 3. Senat (Az. III ZR) ist für den freien Finanzvertrieb zuständig, der 11. Senat (XI ZR) für die Banken.
Sondervermögen	Sondervermögen sind inländische offene Investmentvermögen in Vertragsform, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) für Rechnung der Anleger nach Maßgabe des Kapitalanlagegesetzbuches und den Anlagebedingungen, nach denen sich das Rechtsverhältnis der KVG zu den Anlegern bestimmt, verwaltet werden.
Spezial-AIF	AIF, deren Anteile nur von professionellen und semiprofessionellen Anlegern erworben werden dürfen.
Spezialgesetzliche Prospekthaftung	Die in einem Gesetz (zum Beispiel § 306 KAGB) ausdrücklich verankerte Haftung für die Fehlerhaftigkeit eines Verkaufsprospektes und/oder weiterer Verkaufsunterlagen (zum Beispiel wesentliche Anlegerinformationen).
StGB	Strafgesetzbuch
Überschuldungsstatus	Die Überschuldung ist Insolvenzgrund für Kapitalgesellschaften wie die GmbH. Sie ergibt sich aus einem hierfür aufgestellten Überschuldungsstatus, in dem Darlehen mit einem qualifizierten Rangrücktritt nicht aufgenommen werden.
Unternehmenshandbuch	Darstellung der Organisations- und Arbeitsprozesse eines Unternehmens, die es auch Außenstehenden ermöglichen, die Abläufe nachzuvollziehen.
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
Vermögensanlagen-Informationsblatt	Kurzinformation über Vermögensanlagen, § 13 VermAnlG
Vertriebsprovisionen	sind die für die Vermittlung der Anlage gezahlten Provisionen. Der für die Banken zuständige Bundesgerichtshof-Senat hat hierbei lange Zeit die Rückvergütungen von der Innenprovision unterschieden. Bei der Rückvergütung handelt es sich um offene im Prospekt ausgewiesene Vergütungen (regelmäßig das Agio), während Innenprovisionen aus dem Fondsvermögen gezahlt werden. Inzwischen ist über jede Provision aufzuklären, die dem Vermittler von dritter Seite zufließt. Bei den Nicht-Banken (also freien Finanzvertrieben) verlangt der III. Senat eine Aufklärung bisher nur, wenn die Gesamtvergütung 15 Prozent des gezeichneten Nominalkapitalanteils überschreitet. Angesichts von § 12 a FinVermV ist dem freien Finanzvertrieb aber zu empfehlen, jede Provision dem Anleger mitzuteilen.
Verwahrstelle	Verwahrer von Vermögensgegenständen von Investmentfonds, §§ 68 ff. und 80 ff. KAGB
VIB	Vermögensinformationsblatt
Wesentliche Anlegerinformationen	Kurzinformation über Publikumsinvestmentvermögen, § 166 KAGB
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Zuwendungen	sind alle Provisionen und Vergütungen, die für die Vermittlung gezahlt werden, egal von wem.
Zuwendungen und Provisionen	Zuwendung ist der rechtliche Oberbegriff für Provisionen. Neben Provisionen fallen darunter alle sonstigen geldwerten Vorteile (zum Beispiel Sachleistungen). Rechtlich werden alle Zuwendungen im Grundsatz gleich behandelt, die Pflichten des Finanzdienstleisters gelten also nicht nur bei Geldzahlungen. Allerdings gibt es bei der Vereinnahmung von nicht monetären Vorteilen gewisse Erleichterungen bei der Offenlegung gegenüber dem Anleger.

Wir danken den Autoren des Press Guide

Rechtsanwalt Daniel Berger

Rechtsanwalt Daniel Berger ist Partner der auf Kapitalanlage- und Versicherungsrecht spezialisierten Kanzlei Wirth-Rechtsanwälte. Die Kanzlei deckt im Kapitalanlagebereich das gesamte Spektrum anwaltlicher Dienstleistungen für Vermittler und Vertriebe ab. Schwerpunkte liegen in der Vertretung in Haftungsprozessen, der konzeptionellen Beratung und der Betreuung bei der Umsetzung aufsichtsrechtlicher Vorgaben (zum Beispiel MiFID II). Rechtsanwalt Berger leitet als Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht das Referat Kapitalanlagen.

www.wirth-rae.de

Rechtsanwältin Lissie Goldbach

Lissie Goldbach ist Rechtsanwältin bei Norton Rose Fulbright Luxemburg. Goldbach ist Anwältin für Financial Services/Banking und dort vorrangig in dem Bereich Funds/Regulatory tätig. Sie berät zum Auflegen, (Re-) Strukturieren von Luxemburger regulierten und unregulierten Fonds, sowie deren EU- und Nicht-EU-(Kapital-) Verwaltungsgesellschaften. Dies beinhaltet vornehmlich die Beratung in Bezug auf den Cross-Border-Vertrieb von Fonds mit einem Fokus auf Deutschland und die Dach-Region im Allgemeinen. Bevor Frau Goldbach im Luxemburger Büro anfing, arbeitete sie unter anderem im Hamburger Büro von Norton Rose Fulbright und erlangte Erfahrungen im Bereich deutscher Investmentfonds. Zudem ist Frau Goldbach Co-Autorin des Grosskommentars „Investmentgesetze" von Baur/Tappen/Mehrkhah.

www.nortonrosefulbright.com

Rechtsanwalt Dr. Ingo Janert

Dr. Ingo Janert berät schwerpunktmäßig Unternehmen in Fragen des Bank- und Kapitalmarktrechts. In diesem Bereich ist er auch seit dem Jahr 2005 als Lehrbeauftragter an der Universität Hamburg und seit dem Jahr 2016 an der International School of Management (ISM) in Hamburg tätig. Ein Schwerpunkt der Beratung liegt in der Konzeption und Prospektierung von Kapitalmarktprodukten des KAGB (zum Beispiel geschlossener Publikums-AIF/Spezial-AIF) und des VermAnlG (zum Beispiel Nachrangdarlehen, Genussrechte, Namensschuldverschreibungen oder Direktinvestments). Die Kanzlei vertritt darüber hinaus erfolgreich Anbieter, Emittenten, Vertriebsgesellschaften sowie Banken und Finanzdienstleister vor Gericht.

www.janert.com

Rechtsanwalt Peter Mattil

Die Kanzlei Mattil ist seit mehr als 20 Jahren im Bank- und Kapitalmarktrecht mit dem Schwerpunkt Anlegerschutz tätig. Die Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht, Steuerrecht und Versicherungsrecht beraten und vertreten Privat- und institutionelle Anleger im Zusammenhang mit offenen und Geschlossenen Fonds, Wertpapieren, Vermögensanlagen, Immobilien und Versicherungen. Rechtsanwalt Mattil wurde bereits ein Dutzendmal als Sachverständiger im Finanzausschuss des Bundestages im Rahmen verschiedener Gesetzvorhaben angehört, darunter das AIFM-Umsetzungsgesetz, das Kleinanlegerschutzgesetz, das zweite Finanzmarktförderungsgesetz und andere.

www.mattil.de

Rechtsanwalt Volkhard Neumann

Rechtsanwalt Volkhard Neumann ist Fachanwalt für Steuerrecht sowie Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht bei der wirtschaftsrechtlich ausgerichteten Kanzlei Hanselaw Hammerstein & Partner in Hamburg. Das Bank- und Kapitalmarktteam um Rechtsanwalt Volkhard Neumann berät seit nahezu 20 Jahren Banken, Emissionshäuser und Kapitalverwaltungsgesellschaften bei der rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Planung und Prospektierung von Kapitalmarktangeboten nach KAGB und VermAnlG. Daneben werden streitige Verfahren sowohl auf Anleger- als auch auf Anbieterseite begleitet.

www.hanselaw.de

Rechtsanwalt Dr. Gunter Reiff

Dr. Gunter Reiff ist Rechtsanwalt und Steuerberater bei der RP Asset Finance Treuhand GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in München. Er berät Kapitalverwaltungsgesellschaften und Initiatoren von Vermögensanlagen in aufsichtsrechtlichen, gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Fragestellungen bei der Konzeption und Prospektierung von geschlossenen Investmentvermögen beziehungsweise Vermögensanlagen. Außerdem berät er Vertriebsorganisationen zu vertriebsrechtlichen Aspekten. Ein aktueller Beratungsschwerpunkt liegt in der Umsetzung der MiFID-II-Anforderungen bei Herstellern von Finanzinstrumenten.

www.rpwpg.de

Rechtsanwalt Oliver Renner

Rechtsanwalt Oliver Renner ist Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht bei der Kanzlei Rechtsanwälte Wüterich Breucker, Stuttgart. Seine Schwerpunkte sind Bank- und Kapitalmarktrecht, Versicherungsrecht, Handels- und Gesellschaftsrecht sowie Wettbewerbsrecht. Er ist zudem Lehrbeauftragter der Fachhochschule Schmalkalden und der Hochschule Pforzheim. Wüterich Breucker Rechtsanwälte ist eine im Zivil- und Wirtschaftsrecht tätige Anwaltskanzlei mit Sitz in Stuttgart. Neben der im Zentrum stehenden Anwaltstätigkeit beteiligt sich die Kanzlei mit zahlreichen Veröffentlichungen an der wissenschaftlichen Diskussion und Rechtsanwalt Oliver Renner an der Aus- und Fortbildung für Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht.

www.wueterich-breucker.de

Prof. Dr. Thomas Zacher

MBA, Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Bank- & Kapitalmarktrecht, Steuerberater

Florian Kelm

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Bank- & Kapitalmarktrecht

Zacher • Madsen Rechtsanwälte

Die Rechtsanwälte Zacher · Madsen Partnerschaftsgesellschaft beraten und vertreten im Bereich der Kapitalanlagen und Finanzprodukte bundesweit Banken, Produktgeber und Vertriebsunternehmen. Geschätzt werden unsere Marktkenntnisse und Erfahrungen bei der rechtlichen und steuerlichen Strukturierung von Anlageprodukten vom private placement über AIF bis zur Betreuung von Wertpapieremissionen.

Auch Unternehmen aus allen Bereichen der Immobilienwirtschaft zählen zu den oft langjährigen Mandaten. Deshalb zählt die Partnergesellschaft auch in Haftungsfällen beim Vertrieb von Kapitalanlagen und Versicherungsprodukten zu den regelmäßigen Ansprechpartnern von Emittenten und Initiatoren, Funktionsträgern und Vertrieben aller Größen sowie ihren Versicherern.

www.zacher-madsen.de

Rechtsanwalt Dr. Oliver Zander

Weitnauer Rechtsanwälte berät mit insgesamt über 30 Anwälten an vier Standorten in Deutschland. Der Beratungsschwerpunkt der Kanzlei liegt im Bereich Private Equity/Venture Capital sowie im Kapitalmarktrecht. Dazu zählen auch die Beratung bei der Gestaltung von Fonds, die Betreuung von Zulassungsverfahren als KVG und Finanzdienstleistungsinstitut, Beratung bei Finanzierungen, Erstellung von Prospekten, Begutachtung und Abstimmung aufsichtsrechtlicher Fragen mit der BaFin sowie die Abwehr von Anlegerschutzklagen. Die jüngste Spezialisierung der Kanzlei liegt in der Unternehmensfinanzierung durch sogenannte Initial Coin Offerings (ICOs).

Der Autor Dr. Oliver Zander ist Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht. Nach Stationen in einer internationalen Großkanzlei in Köln, Frankfurt und London sowie einer langjährigen Tätigkeit als Syndikus eines führenden Fondsinitiators ist Herr Dr. Zander seit über zehn Jahren anwaltlich mit der Beratung von Vertrieben, KVGen und Finanzdienstleistungsinstituten in allen rechtlichen Fragen befasst. Er verfügt über langjährige praktische Erfahrungen bei der Gestaltung von Investmentfonds, Anleihen und Vermögensanlagen, der Abwehr von Anlegerschutzklagen sowie der Abwicklung von Transaktionen für Fondshäuser (M&A, Immobilien share deals, Flugzeugleasing).

www.weitnauer.net

ADREALIS Service Kapitalverwaltungs-GmbH
Drehbahn 7, 20354 Hamburg
Telefon: 040 / 228 660 90
Fax: 040 / 228 660 999
Internet: info@adrealis-kvg.de
E-Mail: www.adrealis-kvg.de
Geschäftsführer: Hendrik Böhrnsen, Torsten Schlüter
Assetklassen: Erneuerbaren Energien, Immobilien, Schiffe

AIF Kapitalverwaltungs-AG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart
Telefon: 0711 / 490579-88
Internet: www.aif-ag.de
E-Mail: info@aif-ag.de
Vorstand: Prof. Dr. Robert Göötz, Michael Eisenmann
Assetklassen: Immobilien, Photovoltaik und Edelmetalle

Alpha Ordinatum GmbH
Harrlachweg 1, 68163 Mannheim
Telefon: 0621 / 490812-0
Fax: 0621 / 490812-444
Internet: www.alpha-ordinatum.de
E-Mail: info@alpha-ordinatum.de
Geschäftsführer: Gordon Grundler, Dr. Thomas Peters
Assetklassen: Immobilien

Aquila Capital Investmentgesellschaft mbH (KVG)
Valentinskamp 70, 20355 Hamburg
Telefon: 040 / 4711077 700
Fax: 040 / 4711077 701
Internet: www.aquila-capital.de
E-Mail: info@aquila-capital.de
Geschäftsführer: Dr. Florian Becker, Michaela Maria Eder von Grafenstein, Lars Meisinger, Albert Sowa
Assetklassen: Erzeugung, Transport und Speicherung von Erneuerbaren Energien, insbesondere Solar, Wind und Hydro; Wald-, Forst- und Agrarwirtschaft, Immobilien, Infrastruktur, Schienenfahrzeuge, Container und Schiffe, Private Equity

Auricher Werte GmbH
Kornkamp 52 , 26605 Aurich
Telefon: 04941 / 6049 7224
Fax: 04941 / 6049 723
Internet: www.auricher-werte.de
E-Mail: i.schoelzel@oekorenta.de
Geschäftsführer : Andy Bädeker, Jörg Busboom, Ingo Schölzel
Assetklassen: Erneuerbaren Energien, E-Mobilität und zugehörige Infrastruktur

AVANA Invest GmbH
Thierschplatz 6 - Lehel Carré , 80538 München,
Telefon: 089/ 2102358-0
Fax: 089/ 2102358-51
Internet: www.avanainvest.com
E-Mail: info@avanainvest.com
Geschäftsführer: Götz J. Kirchhoff, Gerhard Rosenbauer, Roger A. Welz
Assetklassen: Immobilienfonds - einschließlich Wald-, Forst- und Agrarland

Buss Investment GmbH
Bei dem Neuen Krahn 2, 20457 Hamburg
Telefon: 040 / 3198 1600
Fax: 040 / 3198-1648
Internet: www.buss-investment.de
E-Mail: info@buss-investment.de
Geschäftsführer: Joachim Gils, Christine Schumacher
Assetklassen: Beteiligungen im Container- und Transportlogistikmarkt

Commerz Real Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Mercedesstraße 6, 40470 Düsseldorf
Telefon: 0211 / 7708-2888,
Fax: 0211 / 7708-3280
Internet: www.commerzreal.com
E-Mail: cfb-invest@commerzreal.com
Geschäftsführer: Heiko Szczodrowski , Marco Roscheda, Dr. Dirk Krupper
Assetklassen: Immobilien, Flugzeuge, regenerative Energie und Schiffe

derigo GmbH & Co. KG
Leopoldstraße 7, 80802 München
Telefon:089 / 5480 660-0
Fax: 089 / 5480 660-10
Internet: www.derigo.de
E-Mail-Adresse: info@derigo.de
Geschäftsführer: Tibor von Wiedebach-Nostitz, Dr. Werner Bauer und Günter Schuhbeck
Assetklassen: Immobilien, Multi-Asset, Energie und Private Equity

DF Deutsche Finance Investment GmbH
Leopoldstr. 156, 80804 München
Telefon: 089 / 64 95 63 – 0
Fax: 089 / 64 95 63 - 10
Internet: www.deutsche-finance-group.de
E-Mail: kontakt@deutsche-finance.de
Geschäftsführer: André Schwab, Stefanie Watzl
Assetklassen: Immobilien, Private Equity Real Estate und Infrastruktur

DeWert Deutsche Wertinvestment GmbH
Buddestr. 14, 51429 Bergisch Gladbach
Telefon: 02204 / 9490-0
Fax: 02204 / 9490 119
Geschäftsführer: Jörn Burghardt Uwe de Vries, Dr. Jan Stoppel
Assetklassen: Einzelshandelimmobilien

Doric Investment GmbH
Berliner Straße 114 – 116, 63065 Offenbach am Main, Telefon: 069 / 247559 100
Fax: 069 / 247559 990
Internet: https://kvg.doric.com/de
E-Mail: info@doric.com
Geschäftsführer: Michael Denk, Dr. Peter E. Hein, Tanja Kisselbach
Assetklassen: Aviation, Immobilien, Erneuerbare Energien

Dr. Peters Asset Finance GmbH & Co. KG Kapitalverwaltungsgesellschaft
Stockholmer Allee 53, 44269 Dortmund
Telefon: 0231 / 55 71 73-0
Fax: 0231 / 55 71 73-99
Internet: www.dr-peters.de,
E-Mail: info@dr-peters.de
Geschäftsführer: Dr. Albert Tillmann, Marc Bartels, Christoph Seeger
Assetklassen: Flugzeuge, Schiffe, Immobilien, Private Equity, Kreditfonds

DSC Deutsche SachCapital GmbH
Palmaille 71, 22767 Hamburg
Telefon: 040 / 808075-5655
Fax: 040 / 808075-5699
Internet: www.deutsche-sachcapital.de
E-Mail: kontakt@deutsche-sachcapital.de
Geschäftsführer: Christian Sternberg, Sabine Lahmann
Assetklassen: Private Equity, Immobilien, Assetklasse Rail

EURAMCO Invest GmbH
Max-Planck-Straße 3, 85609 Aschheim
Telefon: 089 /45666-0
Fax: 089 / 45666-299
Internet: www.euramco-invest.de
E-Mail: info@euramco-invest.de
Geschäftsführer: Stefan Pfisterer, Martin Stobinski
Assetklassen: Immobilien und Erneuerbare Energien

FEREAL AG
Haus am Park Rathausplatz 8-10,
61348 Bad Homburg, Deutschland,
Postfach 1454
61248 Bad Homburg
Telefon: 06172 / 916-3100
Fax: 06172 / 916-1100
Internet: www.fereal.de
Email: fereal@feri.de
Vorstand: Carsten Hermann, Dr. Andreas Schmidt-von Rhein
Assetklassen: Private Equity

Hamburg Asset Management HAM Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Große Elbstraße 14,22767 Hamburg
Telefon: 040 / 300 846-240
Fax: 040 / 300 846-230
Internet: www.hh-asset.de
E-Mail: kontakt@hh-asset.de
Geschäftsführer: Gunnar Dittmann, Dr. Sven Kehren, Jessica Beckmann
Assetklassen: Immobilien, Flugzeuge, Container, Infrastruktur, Erneuerbare Energie und Schifffahrt

Hamburg Trust REIM Real Estate Investment Management GmbH
Beim Strohhause 27, 20097 Hamburg
Telefon: 040 / 28 09 52 – 0
Fax: 040 / 28 09 52 – 199
Internet: www.hamburgtrust.de
E-Mail: info@hamburgtrust.de
Geschäftsführer: Dr. Georg Reul, Vorsitzender, Christian Daumann, Markus Griese, Oliver Priggemeyer
Assetklassen: Immobilien

HAMBURGISCHE INVESTITIONSHANDLUNG Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH & Co. KG
Brodschrangen 3-5, 20457 Hamburg
Telefon: 040/ 34 84 2 - 0
Fax: 040 / 34 84 2 - 298
Internet: www.investitionshandlung.de
E-Mail: info@investitionshandlung.de
Geschäftsführer:, Helge Janßen, Volker Redersborg
Assetklassen: Kreuz- und Handelsschifffahrt

HANNOVER LEASING Investment GmbH
Wolfratshauser Straße 49, 82049 Pullach
Telefon: 089 / 211 04-0
Fax: 089 / 211 04-210
Internet: www.hannover-leasing.de
E-Mail: kontakt@hannover-leasig.de
Geschäftsführer: Sebastian Hartrott, Marcus Menne und Michael Ruhl.
Assetklassen: Immobilien und Flugzeuge

HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH
Kapstadtring 8, 22297 Hamburg
Telefon : 040 / 300 57-0
Fax: 040 / 300 57-60 70
Internet: www.hansainvest.com
E-Mail: service@hansainvest.de
Geschäftsführer: Nicholas Brinckmann, Marc Drießen, Dr. Jörg W. Stotz
Assetklassen: Immobilien, Erneuerbare Energien, Schiffe und Eisenbahnen, sowie die hierfür genutzte Infrastruktur, Container, Luftfahrt, Darlehensfonds

HEP Kapitalverwaltung AG
Römerstraße 3, 74363 Güglingen
Telefon: 07135 / 93446-0
Fax: 07135 / 93446-9619
Internet: www.hep.global
E-Mail: info@hep.global
Vorstand: Thorsten Eitle, Ingo Burkhardt
Assetklassen: Erneuerbare Energien

HKA Hanseatische Kapitalverwaltung AG
Große Theaterstraße 31–35, 20354 Hamburg,
Telefon: 040 / 30 38 86-0
Fax: 040 / 30 38 86-460
Internet: www.diehanseatische.de
E-Mail: info@diehanseatische.de
Vorstand: Elisabeth Janssen, Tim Ruttmann
Assetklassen: Immobilien

HTB Hanseatische Fondshaus GmbH
Deichstr. 1, 28203 Bremen
Telefon: 0421 / 792839-0
Fax: 0421 / 792839-29
Internet: www.htb-fondshaus.de
E-Mail: info@htb-fondshaus.de
Geschäftsführer: Marco Ambrosius, Christian Averbeck, Georg Heumann, René Trost
Assetklassen: Immobilie, Schiff und

Erneuerbare Energien
ILG Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Poccistraße 11, 80336 München
Telefon: 089 / 88 96 98-0
Fax: 089 / 88 96 98-11
Internet: www.ilg-gruppe.de
E-Mail: info@ilg-gruppe.de
Geschäftsführer: Florian Lauerbach, Dr. Maximilian Lauerbach
Assetklassen: Einzelshandel- und Pflegeimmobilien

INP Invest GmbH
Englische Planke 2, 20459 Hamburg
Telefon: 040 / 441 400 90
Fax: 040 / 441 400 9200
Internet: www.inp-gruppe.de
E-Mail: info@inp-gruppe.de
Geschäftsführer: Philipp Herrmann, Thomas Rodemeier
Assetklassen: Sozialimmobilien

IntReal International Real Estate Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Ferdinandstraße 61, 20095 Hamburg
Telefon: 040 / 3282 3400
Fax: 040 / 3282 3460
Internet: www.intreal.de
E-Mail: info@intreal.de
Geschäftsführer: Andreas Ertle, Dr. Detlef Mertens, Michael Schneider
Assetklassen: Immobilien

IWF Fondsconsult GmbH
Schloßstraße 23, 82031 Grünwald
Telefon: 089 / 2388 9810
Fax: 089 / 2388 9819
Internet: www.fidura.de
E-Mail: info@fidura.de
Geschäftsführer: Klaus Ragotzky, Ingrid Weil
Assetklassen: Private Equity

JAMESTOWN US-Immobilien GmbH
Marienburger Straße 17, 50968 Köln
Telefon: 0221 / 3098 - 0
Fax: 0221 / 3098 - 100
Internet: www.jamestown.de
E-Mail: info@jamestown.de
Geschäftsführer: Christoph Kahl, Dr. Jürgen Gerber, Jochen Stockdreher
Assetklassen: Immobilien

KanAm Grund Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
MesseTurm , 60308 Frankfurt am Main
Telefon: 069 / 71 04 11 0
Fax: 069 / 71 04 11 100
Internet: www.kanam-grund.de
E-Mail: info@kanam-grund.de
Geschäftsführer: Hans-Joachim Kleinert, Heiko Hartwig, Olivier Catusse, Sascha Schadly, Jan-Jescow Stoehr
Assetklassen: Immobilien

KGAL Investment Management GmbH & Co. KG
Tölzer Straße 15, 82031 Grünwald
Telefon: 089 / 64143-0
Fax: 089 / 64143-150
Internet: www.kgal-investment-management.de
E-Mail: kgal@kgal.de
Geschäftsführer: Michael Ebner , Dr. Martin Baranowski, Jochen Hörger, André Zücker
Assetklassen: Immobilien, Flugzeuge und Infrastruktur

LHI Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Emil-Riedl-Weg 6, 82049 Pullach i. Isartal
Postfach 212 , 82043 Pullach i. Isartal
Telefon: 089 / 5120-0
Fax: 089 / 5120-2000
Internet: www.lhi.de
E-Mail: info@lhi.de
Geschäftsführer: Jens Kramer, Markus Niedermeier, Thomas Schober, Franz Unterbichler
Assetklassen: Immobilien, Erneuerbare Energien, Infrastruktur und Aviation

Marble House Capital AG
Neuer Jungfernstieg 7–8, 20354 Hamburg
Telefon: 040 / 35 01 75 90
Fax: 040 / 35 01 75 99
Internet: www.marblehouse.com
E-Mail: info@marblehouse.com
Vorstand: Roderich Widenmann, Claus Kühn
Assetklassen: Private Equity

MIG Verwaltungs AG
Ismaninger Straße 102, 81675 München
Telefon: 01805 / 64 49 99
Fax: 01803 / 64 49 99
Internet: www.mig.ag
E-Mail: info@mig.ag
Vorstand: Michael Motschmann, Dr. Matthias Kromayer, Jürgen Kosch, Kristian Schmidt-Garve
Assetklassen: Private Equity

mondial kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Herzog-Wilhelm-Straße 1, 80331 München
Telefon: 089 / 4 16 15 08 – 0
Fax: 089 / 23 88 94 – 91
Internet: www.mondial-kvg.de
E-Mail: info@mondial-kvg.de
Geschäftsführer: Michael Vogt, Cornelius Hell
Assetklassen: Immobilien

Pareto Alternative Investments GmbH & Co KG
Caffamacherreihe 7, 20355 Hamburg
Telefon: 040 / 2999 6960
E-Mail: janeikeschuldt@pareto.com
Geschäftsführer: Kai Dührkop, Jan Eike Schuldt
Assetklassen: Schiffe; Immobilien, Erneuerbare Energien und Container

Paribus Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
König Kontor , Königstraße 28, 22767 Hamburg,
Telefon: 040 / 88 88 00 6-0
Fax: 040 / 88 88 00 6-199
Internet: www.paribus-kvg.de
E-Mail: info@paribus-kvg.de
Geschäftsführer: Markus Eschner, Uwe Hamann, Dr. Volker Simmering
Assetklassen: Immobilien, Mobilien/ Rail

PATRIZIA GrundInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
PATRIZIA Bürohaus, Fuggerstraße 26
86150 Augsburg
Telefon: 0821 / 50910-000
Fax: 0821 / 50910-999
Internet: www.patrizia.ag
Geschäftsführer: Joachim Fritz, Andreas Heibrock
Assetklassen: Immobilien

PI Fondsmanagement GmbH & Co. KG
Am Gewerbepark 4, 90552 Röthenbach a.d. Pegnitz, Telefon: 0911 / 91 99 6-0
Fax: 0911 / 91 99 6-20
Internet: www.pi-kvg.de
E-Mail: info@pi-kvg.de
Geschäftsführer: Claus Burghardt, Jürgen Wienold
Assetklassen: Immobilien und Erneuerbare Energien

PROJECT Investment AG
Kirschäckerstraße 25 , 96052 Bamberg
Telefon: 0951 / 91 790 200
Fax: 0951 / 91 790 111
Internet: www.project-investment.de
E-Mail: info@project-investment.de
Vorstand: Matthias Hofmann, Ralf Cont
Assetklassen: Immobilien

publity Performance GmbH
Landsteinerstraße 6, 04103 Leipzig
Telefon: 00 341 / 26 17 87 0
Fax: 0 341 / 26 17 87 31
Internet: www.publity-performance.de
E-Mail: info@publity-performance.de
Geschäftsführer: Frederik Mehlitz, Johannes Kraus
Assetklassen: Immobilien

Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement
Innere Wiener Str. 17, 81667 München
Telefon: 089 / 489 082 - 0
Fax: 089 / 489 082 – 295
Internet: www.realisag.de
E-Mail: mail@realisag.de
Vorstände: Georg Jewgrafow, Jochen Schenk, Brigitte Walter, Bernd Lönner
Assetklassen: Immobilien

RWB PrivateCapital Emissionshaus AG
Keltenring 5, 82041 Oberhaching
Telefon: 089 / 66 66 94- 0
Fax: 089 / 66 66 94- 20
Internet: www.rwb-ag.de
E-Mail: info@rwb-ag.de
Vorstand: Horst Güdel, Norman Lemke, Daniel Bertele
Assetklassen: Private Equity

SteinerCompany Invest GmbH
Fuhlentwiete 14, 20355 Hamburg
Telefon: 040 / 600 908 0
Fax: 040 / 600 908-88
Internet: www.sci-kvg.de
E-Mail: info@sci-kvg.de
Geschäftsführer: Frank Waschwill, Daniel Tost
Assetklassen: Immobilien, Rail

Swiss Life Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Jahnstraße 64, 63150 Heusenstamm
Telefon: 06104 / 6487-101
Fax: 06104 / 6487-499
Geschäftsführer: Christine Bernhofer, Martin Eberhardt, Dr. Bernd Wieberneit
Assetklassen: Immobilien

Warburg-HIH Invest Real Estate GmbH
Gertrudenstraße 9, 20095 Hamburg
Telefon: 040 / 3282 3600
Fax: 040 / 3282 3620
Internet: www.warburg-hih.com
E-Mail: info@warburg-hih.com
Geschäftsführer: Alexander Eggert, Felix Gold, Hans-Joachim Lehmann, Andreas Schultz
Assetklassen: Immobilien

WealthCap Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Am Tucherpark 16, 80538 München,
Telefon: 089 / 678 205 500
Fax: 089 / 678 205 555 500
Internet: www.wealthcap.com
E-Mail: info@wealthcap.com
Geschäftsführer: Dr. Rainer Krütten, Gabriele Volz
Assetklassen: Immobilien Deutschland und USA sowie Luftverkehr und Zielfondslösungen in den Segmenten Private Equity, Erneuerbare Energien/Infrastruktur und gestreute Sachwert-Portfoliolösungen

WIDe Wertimmobilien Deutschland Fondsmanagement GmbH
An der Wiesent 1, 91320 Ebermannstadt
Telefon: 09194 / 33433-0
Fax: 09194 / 33433-23
Internet: www.wide-kvg.de
E-Mail: info@wide-gruppe.de
Geschäftsführer: Dieter Lahner, Simon Piepereit
Assetklassen: Immobilien

XOLARIS Service Kapitalverwaltungs AG
Maximiliansplatz 12, 80333 München
Telefon: 0 89 / 2154 582-0
Fax: 0 89 / 2154 582-99
Internet: www.xolaris-kvg.de
E-Mail: info@xolaris-kvg.de
Vorstand: Stefan Klaile, Andreas Fritsch
Assetklassen: Immobilien und Private Equity

ZBI Fondsmanagement AG
Henkestraße 10,91054 Erlangen
Telefon: 091 31 / 4 80 09 – 1102
Fax: 091 31 / 4 80 09 - 1100
Internet: www.zbi-kvg.de
E-Mail: info@zbi-kvg.de
Vorstand: Dirk Meißner, Christian Reißing, Michiko Schöller
Assetklassen: Immobilien und Objektgesellschaften

7x7invest AG
Plittersdorfer Straße 81, 53173 Bonn
Telefon: 0228 / 37 72 73 00
Fax: 0228 / 37 72 73 0409
Internet: www.7x7.de
E-Mail: info@7x7.de
Geschäftsführer: Andreas Mankel
Assetklasse: Immobilien, Erneuerbare-Energien-Projekte und Unternehmensbeteiligungen

Apano GmbH
Heiliger Weg 8-10, 44135 Dortmund
Telefon: 0231 / 13887 0
Fax: 0231 / 13887 500
Internet: www.apano.de
E-Mail: info@apano.de
Geschäftsführer: Kathrin Schaper-Nordhues, Markus Sievers
Assetklasse: Investitionen mit nachhaltigem oder sozialem Aspekt

Asuco Vertriebs GmbH
Keltenring 11, 82041 Oberhaching
Telefon: 089 / 490 26 87-0
Fax: 089 / 490 26 87 29
Internet: www.asuco.de
E-Mail: info@asuco.de
Geschäftsführer: Robert List, Dietmar Scholz
Assetklasse: Investitionen in Immobilien sowie die Bewertung von geschlossenen alternativen Investmentfonds mit Immobilieninvestitionen

Buss Investment GmbH
Bei dem Neuen Krahn 2, 20457 Hamburg
Telefon: 040 / 3198 1600
Fax: 040 / 3198-1648
Internet: www.buss-investment.de
E-Mail: info@buss-investment.de
Geschäftsführer:, Joachim Gils, Christine Schumacher
Assetklasse: Containerinvestments

CH2 Contorhaus Hansestadt Hamburg AG
Steckelhörn 9, 20457 Hamburg
Telefon: 040 / 881414-900
Fax: 040 /40 88 14 14 910
Internet: www.ch2-ag.de
E-Mail: info@ch2-ag.de
Vorstand: Antje Montag
Assetklasse: Logistik-Equipment, vornehmlich Container

Deutsche Lichtmiete Vermietgesellschaft mbH
Im Kleigrund 14, 26135 Oldenburg
Telefon: 0441 / 92329625
Fax: 0441 / 20937319
Internet: www.lichtmiete.de
E-Mail: kontakt@lichtmiete.de
Geschäftsführer: Alexander Hahn
Assetklasse: Herstellung und Vermietung von energieeffizienter LED-Industriebeleuchtung

DNL REAL INVEST AG
Am Seestern 8, 40547 Düsseldorf
Telefon: 0211 / 52 28 71 – 15
Fax: 0211 / 52 28 71 - 20
Internet: www.dnl-invest.com
E-Mail: info@dnl-invest.de
Vorstand: Kathrinchen van der Biezen-Kunz
Assetklasse: US-Immobilien

Forest Finance Service GmbH
Eifelstr. 14, 53119 Bonn
Telefon: 0228 / 94 37 78 – 0
Fax: 0228 / 94 37 78 – 20
Internet: www.forestfinance.de
E-Mail: info@forestfinance.de
Geschäftsführer: Harry Theo Assenmacher, Christiane Pindur
Assetklasse: Forst- und Agroforstinvestments

Good Profits GmbH
Eickeler Bruch 47, 44651 Herne
Telefon: 0201 / 50776655
Fax: 0232 /5595 9455
Internet: www.good-profits.de
E-Mail: info@good-profits.de
Geschäftsführer: Dirk Stiller, Sebastian Grothaus
Assetklasse: Unternehmensbeteiligungen in Good Profits Unternehmen (GPU)

Green City AG
Zirkus-Krone-Straße 10, 80335 München
Telefon: 089 / 890668 800
Fax: 089 / 890668 880
Internet: www.greencity.de
E-Mail: ag@greencity.de
Vorstand: Jens Mühlhaus, Frank Wolf
Assetklasse: erneuerbare Energien

Jäderberg & Cie. GmbH
Van-der-Smissen-Straße 2
22767 Hamburg
Telefon: 040 / 329 6969 0
Fax: 040 / 49 40 329 6969 69
Internet: www.jaederberg.de
E-Mail: kontakt@jaederberg.de
Geschäftsführer: Peter Jäderberg
Assetklasse: Sandelholz-Plantagen

Lacuna GmbH
Ziegetsdorfer Straße 109
93051 Regensburg
Telefon: 0941 / 992088 – 0
Fax: 0941 / 992088-38
Internet: www.lacuna.de
E-Mail: info@lacuna.de
Geschäftsführer: Andreas Böhm
Assetklasse: Erneuerbare Energien, Healthcare

Luana Capital New Energy Concepts GmbH
Cremon 11, 20457 Hamburg
Telefon: 0257 / 67 47 35
Fax: 0257 / 67 47 39
Internet: www.luana-group.com
E-Mail: banasiak@luana-group.com
Geschäftsführer: Marc Banasiak, Marcus Florek
Assetklasse: Blockheizkraftwerke

Miller Forest Investment AG
Millerhof 4, 88281 Schlier
Telefon: 07529 / 971558 45
Fax: 07529 / 9713 51
Internet: www.miller-investment.de
E-Mail: info@miller-investment.de
Geschäftsführer: Josef Michael Miller
Assetklasse: Waldinvestment

Neitzel & Cie. Gesellschaft für Beteiligungen mbH & Co. KG
Gerhofstraße 18, 20354 Hamburg
Telefon: 040 / 413 66 19 0
Fax: 040 / 413 66 19 19
Internet: www.neitzel-cie.de
E-Mail: moin@neitzel-cie.de
Geschäftsführender Gesellschafter: Bernd Neitzel
Assetklasse: Erneuerbare Energien

One Group GmbH
Bernhard-Nocht-Straße 99
20359 Hamburg
Telefon: 040 / 69 666 69 0
Fax: 040 / 69 666 69 99
Internet: www.onegroup.ag
E-Mail: info@onegroup.ag
Geschäftsführer: Malte Thies, Bernhard Bucher
Assetklasse: Wohnimmobilien

Ranft ProjektPartner GmbH
Johann-Hammer-Strasse 22
97980 Bad Mergentheim
Telefon: 07931 / 9929 0
Fax: 07931 / 9929 190
Internet: www.ranft-gruppe.de
E-Mail: info@ranft-gruppe.de
Geschäftsführer: Michael Ranft, Andrea Ranft
Assetklasse: Sozialimmobilien, Erneuerbare Energien

reconcept GmbH
ABC-Straße 45, 20354 Hamburg
Telefon: 040 / 325 21 650
Fax: 040 / 325 21 65 69
Internet: www.reconcept.de
E-Mail: info@reconcept.de
Geschäftsführender Gesellschafter: Karsten Reetz
Assetklasse: Erneuerbare Energien

Solit Kapital GmbH
Borsigstraße 18, 65205 Wiesbaden
Telefon: 0800-4004 220
Fax: 0800-4004 221
Internet: www.solit-kapital.de
E-Mail: info@solit-kapital.de
Geschäftsführer: Dr. Hans Christian Sünkler, Robert Vitye
Assetklasse: physische Edelmetallanlagen

Solvium Capital GmbH
Englische Planke 2, 20459 Hamburg
Telefon: 040 / 527 34 79 75
Fax: 040 / 527 34 79 22
Internet: www.solvium-capital.de
E-Mail: info@solvium-capital.de
Geschäftsführer: Marc Schumann, André Wreth
Assetklasse: Standard-Tankcontainer, Wechselkoffer

UDI Beratungsgesellschaft mbH
Frankenstr. 148, 90461 Nürnberg
Telefon: 0911 / 92 90 550
Fax: 0911 / 92 90 555
Internet: www.udi.de
E-Mail: info@udi.de
Geschäftsführer: Stefan Keller
Assetklasse: Erneuerbare Energien

WeGrow GmbH
Kehn 20, 47918 Tönisvorst
Telefon: 02156 / 48498 0
Fax: 02156 / 48498 79
Internet: www.wegrow.de
E-Mail: kontakt@wegrow.de
Geschäftsführer: Peter Diessenbacher, Allin Beatrice Gasparian
Assetklasse: Holzinvestment

VERLAG:

Deutsche Finanz Presse Agentur GmbH
Alsterdorfer Str. 245
22297 Hamburg
HRB 96036

www.dfpa.info
E-Mail: info@dfpa.info

GESCHÄFTSFÜHRER:
Dr. Dieter E. Jansen

GESTALTUNG UND SATZ:
Silveria Grotkopf, Ines Fengler

DRUCKEREI:
Griebsch & Rochol Druck GmbH
Gabelsbergerstraße 1, 59069 Hamm