

GRAUER KAPITALMARKT MUSS PRÄVENTIV REGULIERT WERDEN

Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbands gegenüber dem Bundesministerium der Finanzen zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes (AnlSchStG) vom 22.12.2020.

14. Januar 2021

Impressum

*Verbraucherzentrale
Bundesverband e.V.*

*Team
Finanzmarkt*

*Rudi-Dutschke-Straße 17
10969 Berlin*

Finanzen@vzbv.de

INHALT

I. ZUSAMMENFASSUNG	3
II. VORBEMERKUNGEN	4
III. EINORDNUNG DES GESETZENTWURFS	4
IV. VERBRAUCHERPROBLEME AM GRAUEN KAPITALMARKT	5
1. Die (falsche) Regulierung des Grauen Kapitalmarkts.....	5
2. Zivilrechtliche Haftungsprobleme.....	7
V. KOMMENTIERUNG VON EINZELREGELUNGEN	9
1. Zu Artikel 1 Nr. 3: Verbot von Blindpools und des öffentlichen Angebots durch Emittenten	9
2. Zu Artikel 1 Nr. 4: Mittelverwendungskontrolle	10
3. Zu Artikel 1 Nr. 8: Ergänzende Angaben zum Verkaufsprospekt.....	12
4. Zu Artikel 1 Nr. 9: Veröffentlichungspflichten nach Ende des öffentlichen Angebots	12
5. Zu Artikel 1 Nr. 15: Auskunftspflichten gegenüber der BaFin	13
6. Zu Artikel 2 Nr. 2 und 4: Wegfall der Registrierungstatbestände bei Publikums-AIF	13

I. ZUSAMMENFASSUNG

Verbraucherinnen und Verbraucher¹ haben in der Vergangenheit hohe Vermögensschäden durch Anlagen am Grauen Kapitalmarkt erlitten. Deshalb fordert der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) seit Jahren, den Grauen Kapitalmarkt (GKM) stärker präventiv zu regulieren. Notwendig sind ein Verbot des aktiven Vertriebs von Graumarktanlagen oder zumindest die Einführung einer materiellen Prospektprüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Der vorliegende Gesetzentwurf basiert auf dem Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegeschutzes, das das Bundesministerium der Finanzen (BMF) und das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) im August 2019 veröffentlicht hatten. Darin reagiert die Bundesregierung auf den Fall P&R, in dem die von Verbrauchern erworbenen Frachtcontainer vielfach nur auf dem Papier existierten. Die wesentlichen Inhalte des Entwurfs sind:

1. ein Verbot von Blindpool-Konstruktionen,
2. eine Einschränkung des Eigenvertriebs durch Emittenten, indem das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen auf Anlageberater und Vermittler beschränkt wird,
3. eine Ausweitung der Prüfungsmöglichkeiten der BaFin: Sonderprüfungen der Rechnungslegung der Emittenten von Vermögensanlagen sollen bereits zur Erhärtung von Verdachtsmomenten erfolgen können,
4. die Einführung verpflichtender Mittelverwendungskontrollen durch unabhängige Dritte bei Direktinvestments oder bei Mehrebenenmodellen, bei denen die Anlagegelder an zwischengeschaltete Gesellschaften weitergegeben werden und
5. die Abschaffung der bloßen Registrierungsmöglichkeit bei geschlossenen Publikums-AIF (Alternative Investmentfonds).

Der vzbv befürwortet den Gesetzentwurf ausdrücklich. Die Maßnahmen tragen zu einem besseren Verbraucherschutz am GKM bei und sollten zeitnah umgesetzt werden. Gleichzeitig sollten zum nächstmöglichen Zeitpunkt weitere Maßnahmen ergriffen werden, die zu einer stärker vorbeugenden Regulierung beitragen. Die wichtigsten Maßnahmen sind:

- ein Verbot des aktiven Vertriebs oder zumindest die Einführung einer materiellen Prospektprüfung durch die BaFin für Publikums-AIF und Vermögensanlagen,
- eine Abschaffung der Prospektausnahme für Schwarmfinanzierungen und eine Überarbeitung des Ausnahmetatbestands für Genossenschaften, bei der insbesondere die Rolle und Aufgaben der Prüfverbände kritisch evaluiert wird und
- eine Umkehrung der Beweislast innerhalb von Beratungs- und Vermittlungsverträgen, verbunden mit einer Verlängerung der Verjährungsfristen bei Beratungs- und Prospektfehlern auf 20 Jahre sowie einer Erhöhung der Mindestversicherungssummen der Berufshaftpflicht bei Vermittlern.

¹ Die im weiteren Text gewählte männliche Form bezieht sich immer zugleich auf Personen aller Geschlechter. Wir bitten um Verständnis für den weitgehenden Verzicht auf Mehrfachbezeichnungen zugunsten einer besseren Lesbarkeit des Textes.

II. VORBEMERKUNGEN

Im August 2019 haben das BMF und das BMJV ein „Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes“ im Bereich des GKM vorgestellt. Das Paket zielt im Kern darauf ab, bestehende Lücken in Regulierung und Beaufsichtigung von Vermögensanlagen zu schließen.²

Mit dem Entwurf eines Gesetzes zur Übertragung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler auf die BaFin vom 17.12.2019 wurde die erste der insgesamt neun Maßnahmen des Pakets in einen Gesetzentwurf überführt.³ Der vzbv hatte den Entwurf begrüßt und eine schnelle Umsetzung angemahnt.⁴

Im Dezember 2020 hat das BMF den Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes (AnlSchStG) veröffentlicht, das weitere Inhalte des Maßnahmenpakets umsetzen soll.⁵ Der vzbv hat den Gesetzentwurf am 22.12.2020 mit Frist zur Stellungnahme bis zum 15.01.2021 erhalten und bedankt sich an dieser Stelle ausdrücklich für die Möglichkeit der Stellungnahme.

III. EINORDNUNG DES GESETZENTWURFS

Der vorliegende Gesetzentwurf basiert auf dem Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes. Die wesentlichen Inhalte des Entwurfs sind:

1. ein Verbot von Blindpool-Konstruktionen,
2. eine Einschränkung des Eigenvertriebs durch Emittenten, indem das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen auf Anlageberater und Vermittler beschränkt wird,
3. eine Ausweitung der Prüfungsmöglichkeiten der BaFin: Sonderprüfungen der Rechnungslegung der Emittenten von Vermögensanlagen sollen bereits zur Erhärtung von Verdachtsmomenten erfolgen können,
4. die Einführung verpflichtender Mittelverwendungskontrollen durch unabhängige Dritte bei Direktinvestments oder bei Mehrebenenmodellen, bei denen die Anlagegelder an zwischengeschaltete Gesellschaften weitergegeben werden und
5. die Abschaffung der bloßen Registrierungsmöglichkeit bei geschlossenen Publikums-AIF: Zukünftig sollen alle Verwalter eine Erlaubnis nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) benötigen.

² Vgl. BMF (2019): „Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes“, Pressemitteilung vom 15.8.2019, online verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2019-08-15-massnahmenpaket-anlegerschutz.html, zuletzt abgerufen am 7.1.2021.

³ Vgl. BMF (2020a): „Entwurf für Gesetz zur Übertragung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht“, online verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-12-23-FinAnlVUEG/0-Gesetz.html, zuletzt abgerufen am 8.1.2021.

⁴ Vgl. vzbv (2020a): „Wichtiger Schritt für bessere Finanzaufsicht“, Pressemitteilung, online verfügbar unter: <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/wichtiger-schritt-fuer-bessere-finanzaufsicht>, zuletzt abgerufen am 8.1.2020.

⁵ Vgl. BMF (2020b): „Entwurf für ein Gesetz zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes“, online verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2020-12-22-Anlegerschutzstaerkungsgesetz/0-Gesetz.html, zuletzt abgerufen am 8.1.2021.

Zunächst wird deutlich, dass Teile des Entwurfs unmittelbar durch den Fall P&R motiviert sind. Durch die Ausweitung der Prüfmöglichkeiten der BaFin und die Einführung einer Mittelverwendungskontrolle soll zukünftig verhindert werden, dass Emittenten Anlagegelder nicht wie geplant zum Erwerb oder Betrieb von Sachgütern verwenden. Damit reagiert der Gesetzgeber direkt auf die konkrete Problemstellung des Falls P&R. Des Weiteren soll mit dem Eigenvertrieb durch Emittenten die am stärksten von Fehlansreizen betroffene Form des Vertriebs eingeschränkt werden.

Ein Verbot von Blindpool-Konstruktionen, bei denen die Anlagegüter zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots nicht feststehen, ist aus Sicht des vzbv überfällig. Im Rahmen einer Marktuntersuchung aus dem Jahr 2019 haben der vzbv und die Verbraucherzentralen festgestellt, dass Blindpool-Konstruktionen einen erheblichen Anteil des Marktes für Vermögensanlagen ausmachen.⁶ Die Abschaffung der bloßen Registrierungsmöglichkeit für geschlossene Publikums-AIF ist folgerichtig unter anderem, um mögliche Ausweichreaktionen zu verhindern.

Der vzbv befürwortet den Gesetzentwurf ausdrücklich. Die Maßnahmen tragen zu einem besseren Verbraucherschutz am GKM bei und sollten zeitnah umgesetzt werden. Gleichzeitig sollte zum nächstmöglichen Zeitpunkt weitere Maßnahmen ergriffen werden, die zu einer stärker vorbeugenden Regulierung beitragen. Die wichtigsten Maßnahmen sind:

- ❖ ein Verbot des aktiven Vertriebs oder zumindest die Einführung einer materiellen Prospektprüfung durch die BaFin für Publikums-AIF und Vermögensanlagen,
- ❖ eine Abschaffung der Prospektausnahme für Schwarmfinanzierungen und eine Überarbeitung des Ausnahmetatbestands für Genossenschaften, bei der insbesondere die Rolle und Aufgaben der Prüfverbände kritisch evaluiert werden⁷ und
- ❖ eine Umkehrung der Beweislast innerhalb von Beratungs- und Vermittlungsverträgen, verbunden mit einer Verlängerung der Verjährungsfristen bei Beratungs- und Prospektfehlern auf 20 Jahre sowie einer Erhöhung der Mindestversicherungssummen der Berufshaftpflicht bei Vermittlern.

IV. VERBRAUCHERPROBLEME AM GRAUEN KAPITALMARKT

Nachfolgend werden die wesentlichen Verbraucherprobleme am GKM beschrieben und Lösungswege aufgezeigt, die vom Gesetzentwurf bisher nicht aufgegriffen wurden.

1. DIE (FALSCHE) REGULIERUNG DES GRAUEN KAPITALMARKTS

Verbraucher haben in der Vergangenheit hohe Vermögensschäden durch Anlagen am GKM erlitten. So haben die rund 75.000 Verbraucher, die das Windkraftunternehmen

⁶ Vgl. vzbv (2019): „Vermögensanlagen: Informationen der Anbieter oft undurchsichtig“, Pressemeldung, online verfügbar unter: <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/vermoegensanlagen-informationen-der-anbieter-oft-undurchsichtig>, zuletzt abgerufen am 11.1.2021.

⁷ Vgl.: vzbv (2017): „Verbraucher beim Crowdfunding besser schützen“, Pressemeldung, online verfügbar unter: <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/verbraucher-beim-crowdfunding-besser-schuetzen>, zuletzt abgerufen am 11.1.2021.

Prokon mit insgesamt 1,4 Milliarden Euro finanziert hatten, durch dessen Insolvenz gut 40 Prozent des eingesetzten Kapitals verloren. Bei der Immobiliengruppe S&K beläuft sich der Gesamtschaden der 11.000 betroffenen Verbraucher auf mindestens 240 Millionen Euro.⁸ Wie hoch der finanzielle Schaden der rund 54.000 betroffenen Verbraucher im Fall P&R ist, muss das Insolvenzverfahren zeigen. Verbraucher hatten insgesamt 3,5 Milliarden Euro als Direktinvestments in Container investiert, von denen viele nur auf dem Papier existierten. Ziel des Insolvenzverwalters ist es, den betroffenen Verbrauchern davon rund eine Milliarde Euro zurückzuzahlen.⁹

Anlagen des GKM zeichnen sich durch hohe Verlustrisiken, geringe bis keine Handelbarkeit und meist lange Laufzeiten aus. Dazu sind sie in der Regel kaum oder gar nicht reguliert. Trotz der Einbeziehung in das 2013 neu geschaffene KAGB ordnet der vzbv geschlossene Publikums-AIF¹⁰ daher auch weiter dem GKM zu, auch wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaften mittlerweile in den meisten Fällen einer Erlaubnispflicht unterworfen sind. Des Weiteren zählen insbesondere Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) sowie Anlagegüter außerhalb des VermAnlG wie Edelmetalle oder Rohstoffe zum GKM.¹¹

Hauptproblem von Anlagegütern des GKM ist die schwierige Sachwertbestimmung. Dies liegt zum einen am Charakter der Anlagegüter selber, zum Beispiel bei Immobilien oder jungen Unternehmen in Wachstumsphasen. Zum anderen werden die Güter nicht auf regulierten und liquiden Handelsplätzen gehandelt. So ist beispielsweise nicht gesichert, ob das Risiko eines mit 6 Prozent pro Jahr verzinsten Nachrangdarlehens marktgerecht vergütet ist, oder ob nicht eine höhere Risikoprämie von 10 oder 15 Prozent gezahlt werden müsste. In der Konsequenz ist der wichtige Rückschluss von der Verzinsung auf das enthaltene Anlagerisiko am GKM gerade nicht möglich.

Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz aus dem Jahr 2015 hat der Gesetzgeber die Transparenz im GKM erhöht, indem die Prospektpflicht des VermAnlG auf eine Reihe von Anlageformen ausgedehnt wurde. Allerdings bleibt der informationsbasierte Ansatz des VermAnlG weiterhin strukturell hinter der erforderlichen Regulierung zurück. Dass unter anderem ein Verbot der Werbung notwendig ist, zeigt eine Untersuchung des vzbv und der Verbraucherzentralen aus dem Jahr 2016. Darin wurden insgesamt 91 Werbemitteilungen für Anlagegüter des GKM auf ihre Transparenz überprüft.¹² Bewertet wurde dabei insbesondere, ob die enthaltenen Chancen und Risiken in ausgewogener Art und Weise dargestellt werden. Im Ergebnis wurden in 77 von 91 Fällen die Vorteile einseitig

⁸ Vgl. vzbv (2016): „Transparenz bei Werbung für Produkte des Grauen Kapitalmarkts“, Untersuchung der Verbraucherzentrale Hessen, Berlin, 2016, S. 7.

⁹ Vgl. Börse-Online (2020): „P&R-Skandal: Aussicht auf erste Abschlagszahlung für 54.000 Anleger“, online verfügbar unter: <https://www.boerse-online.de/nachrichten/geld-und-vorsorge/p&r-skandal-aussicht-auf-erste-abschlagszahlung-fuer-54-000-anleger-1029597977>, zuletzt abgerufen am 8.1.2021.

¹⁰ Publikums-AIF bezeichnen sogenannte Alternative Investmentfonds (AIF), die für das öffentliche Angebot an Privatanleger zugelassen sind. Publikums-AIF wurden vor Einführung des KAGB als geschlossenen Fonds bezeichnet.

¹¹ Im Vergleich zu AIFs unterliegen Anbieter von Vermögensanlagen keiner Zulassungspflicht was zu einer unübersichtlichen Anbieterlage beiträgt.

¹² Die Werbemitteilungen wurden im Zeitraum Oktober und November 2015 erhoben. Da sich Angebote am GKM dadurch auszeichnen, dass sie oft nur während eines begrenzten Zeitraumes angeboten werden, kann dies für den Erhebungszeitraum als aussagefähige Stichprobe gelten.

hervorgehoben oder die Risiken verharmlost bzw. nicht ausreichend dargelegt.¹³ Darüber hinaus muss dafür gesorgt werden, dass Graumarktanlagen nicht im Rahmen von Beratungs- und Vermittlungsgesprächen an Verbraucher verkauft werden.

Vermögensanlagen und andere Anlagen des GKM sollten grundsätzlich nicht aktiv an Verbraucher vertrieben werden. Vielmehr sollten sie nur von Selbstentscheidern im Rahmen von Privatplatzierungen und professionellen Anlegern gezeichnet werden können.

Eine weniger weitgehende Alternative zu einem Verbot des aktiven Vertriebs wäre die Einführung einer materiellen Prospektprüfung durch die BaFin. Dabei sollten Emittenten verpflichtet werden, wirtschaftliche Prognoserechnungen möglichst über die gesamte geplante Laufzeit einer Anlage zu erstellen. Anschließend müssen diese Prognosen durch die BaFin oder durch von der BaFin beauftragte und vergütete Wirtschaftsprüfer auf Plausibilität geprüft werden. Ziel muss es sein, offensichtlich unplausibel kalkulierte Vorhaben bereits vor der Emission vom Markt auszuschließen und so im Vorfeld bei neutraler Betrachtung erkennbare hohe Wahrscheinlichkeiten für Fehlinvestitionen und entsprechende Verluste auf Anlegerseite zu vermindern. Allerdings ist eine materielle Prospektprüfung ebenfalls mit Risiken verbunden. So müsste zum Beispiel ausgeschlossen werden, dass Emittenten oder Vermittler die Prüfung durch die BaFin als Qualitätsversprechen in der Werbung missbrauchen.

2. ZIVILRECHTLICHE HAFTUNGSPROBLEME

Ein weiteres Problem für Verbraucher ist die Durchsetzbarkeit möglicher Schadenersatzansprüche gegenüber Emittenten oder Beratern und Vermittlern. Für die Durchsetzung gegenüber Emittenten müssen Fehler bei der Erstellung des Prospekts oder des Vermögensanlagen-Informationsblattes (VIB) nachgewiesen werden. Für die Durchsetzung von Schadenersatz gegenüber Beratern oder Vermittlern müssen entsprechende Beratungspflichtverletzungen belegt werden.

Im Rahmen einer Auswertung von Beratungsgesprächen, die die Verbraucherzentralen mit Verbrauchern zu bestehenden Graumarktanlagen geführt haben, wurde festgestellt, dass aus Sicht der Verbraucherzentralen vielfach Anhaltspunkte für mögliche Schadenersatzansprüche bestanden. Konkret sahen die Berater der Verbraucherzentralen in 300 von 358 Fällen Anhaltspunkte für Schadenersatz wegen möglicher Fehlberatung.¹⁴ Dies erklärt sich bereits daraus, dass die von Verbrauchern vorrangig kommunizierten Anlageziele (Werterhalt bzw. Sicherheit und Verfügbarkeit) üblicherweise nicht mit den verkauften Anlagegütern (geschlossenen Fonds und Vermögensanlagen) zusammenpassen.¹⁵

¹³ Vgl. vzbv (2016).

¹⁴ Eine Beurteilung, ob ein Schadenersatzanspruch vorliegt, kann nur im Rahmen eines Gerichtsverfahrens erfolgen. Dennoch müssen die Berater der Verbraucherzentralen Verbrauchern gegenüber eine Einschätzung abgeben, ob sich eine Klage auf Falschberatung aussichtsreich erscheint oder nicht. Vgl. vzbv (2017): „Schadensfälle auf dem Grauen Kapitalmarkt“, Untersuchung der Verbraucherzentrale Hessen, Berlin, 2017.

¹⁵ Vgl. ebd.

Allerdings waren in mindestens¹⁶ 105 der 300 Fälle mögliche Ansprüche auf Grund der Zehnjahresfrist bereits verjährt. Ein Ergebnis der Auswertung ist, dass mögliche Probleme erst nach einer Zeitspanne von rund zehn Jahren auftreten oder kommuniziert werden. Eine Erklärung dafür könnte sein, dass andere Finanzierungsinstrumente wie Bankkredite zu diesem Zeitpunkt erstmals abgelöst oder neu verhandelt werden müssen. Aus Sicht des vzbv verdeutlicht dieser Befund, dass die bestehende Verjährungsfrist von zehn Jahren bei Schadenersatzansprüchen im GKM deutlich zu kurz ist.

Die Verjährungsfrist für Vermögensanlagen und Publikums-AIF sollte daher auf 20 Jahre erhöht werden.

Auch für den Fall, dass ein möglicher Schadenersatzanspruch noch nicht verjährt ist, ist die Beweisführung vor Gericht für Verbraucher häufig schwierig, insbesondere was die Geltendmachung von Ansprüchen gegenüber Beratern und Vermittlern angeht. Strittig ist in vielen Fällen zunächst, ob ein Auskunfts- oder Beratungsvertrag angenommen werden kann. Dass diese Frage häufig strittig ist, liegt daran, dass die entsprechenden Verträge in aller Regel konkludent, durch implizite gegenseitige Willensbekundungen zu Stande kommen und nicht schriftlich fixiert sind.

Der Pflichtenkreis bei einem Beratungsvertrag ist dabei deutlich umfangreicher als derjenige eines Auskunftsvertrags, so dass Berater und Vermittler häufig bestrebt sind, die gerichtliche Feststellung eines Beratungsvertrages zu vermeiden. Nach Erfahrungen des vzbv führt die Frage nach dem zu Grunde liegenden Vertrag in der gerichtlichen Praxis regelmäßig dazu, dass im Zweifelsfall bei gewerblichen Finanzanlagevermittlern Auskunftsverträge, bei Banken und Sparkassen hingegen Beratungsverträge angenommen werden. Gerade bei einer Zeichnung von Graumarktanlagen über Anlagevermittler ist es für Verbraucher daher doppelt schwierig, Schadenersatz erfolgreich geltend zu machen.

Selbst wenn das Bestehen eines Beratungsvertrages bewiesen werden kann und die behauptete Pflichtverletzung noch nicht verjährt ist, müssen Verbraucher Beweise für die Verletzung vorbringen. Dies ist häufig schwierig, weil in der Regel Aussage gegen Aussage steht. Auch Beratungsdokumentationen, wie das im Jahr 2013 in Deutschland eingeführte Beratungsprotokoll und die seit 2018 verpflichtenden Geeignetheitserklärung, helfen Verbrauchern in der Regel nicht, sondern werden von Anbietern eher als Instrument zur Entlastung genutzt.¹⁷

Daher sollte die Beweislast sowohl hinsichtlich der Vertragsfeststellung als auch der Klärung von Pflichtverletzungen grundsätzlich von Verbraucher auf Anbieter übertragen werden.

Abschließend führt selbst ein Erfolg vor Gericht nicht automatisch dazu, dass Verbraucher einen Schadenersatz erhalten. Vor allem bei Finanzanlagevermittlern kann es sein, dass Schadenersatzansprüche die durch die verpflichtende Berufshaftpflichtversi-

¹⁶ In 22 Fällen blieb unklar, ob ein möglicher Schadenersatz bereits verjährt ist. Vgl. ebd.

¹⁷ Vgl. vzbv (2020b): „Anlageberatung nachvollziehbar an Kundenbedürfnissen ausrichten“, Pressemitteilung, online verfügbar unter: <https://www.vzbv.de/dokument/anlageberatung-nachvollziehbar-kundenbeduerfnissen-ausrichten>, zuletzt abgerufen am 11.1.2021.

cherung gedeckten Summen übersteigen. So sieht die Finanzanlagenvermittlungs-Verordnung (FinVermV) eine Mindestversicherungssumme von 1.276.000 Euro für den Einzelfall sowie 1.919.000 Euro für alle Versicherungsfälle eines Jahres vor.¹⁸ Aus Sicht des vzbv ist vor allem die Mindestversicherungssumme für alle Fälle eines Jahres zu gering. Das Verhältnis der beiden Summen zueinander lässt vermuten, dass der Gesetzgeber von nicht korrelierten Schadenswahrscheinlichkeiten ausgeht. In der Praxis entstehen allerdings regelmäßig gehäufte Schadensersatzansprüche gegen einzelne Vermittler. Diese sind dann unter Umständen nicht mehr von der Gesamtversicherungssumme gedeckt. In diese Fall haften Vermittler zwar mit dem Gesellschafts- oder Privatvermögen. Da dieses aber in der Regel begrenzt ist, können leicht für Verbraucher ungünstige Vergleichslösungen erzwungen werden.

Daher sollte die Mindestversicherungssumme für alle Versicherungsfälle eines Jahres auf mindestens 20 Millionen erhöht werden.¹⁹

V. KOMMENTIERUNG VON EINZELREGELUNGEN

1. ZU ARTIKEL 1 NR. 3: VERBOT VON BLINDPOOLS UND DES ÖFFENTLICHEN ANGEBOTS DURCH EMITTENTEN

Artikel 1 Nr. 3 erweitert § 5b VermAnlG „Nicht zugelassene Vermögensanlagen“ um ein Verbot von Blindpool-Konstruktionen und beschränkt das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen auf Anlageberatungen und Anlagevermittlungen.

Neu hinzugefügt werden die Absätze 2 bis 4:

(2) Vermögensanlagen, bei denen das Anlageobjekt zum Zeitpunkt der Erstellung des Verkaufsprospekts oder in Fällen des § 2a zum Zeitpunkt der Erstellung des Vermögensanlagen-Informationsblatts nicht konkret bestimmt ist, sind zum öffentlichen Angebot im Inland nicht zugelassen.

(3) Zum öffentlichen Angebot im Inland sind nur solche Vermögensanlagen zugelassen, die im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung durch ein Finanzdienstleistungsinstitut oder einen Finanzanlagenvermittler vertrieben werden.

(4) Die Absätze 2 und 3 gelten nicht, wenn sich das Angebot ausschließlich an eine Kapitalgesellschaft oder eine GmbH & Co. KG richtet, deren Kommanditisten gleichzeitig Gesellschafter der GmbH sind oder an der Entscheidungsfindung der GmbH beteiligt sind, sofern die GmbH & Co. KG kein Investmentvermögen und keine Verwaltungsgesellschaft nach dem Kapitalanlagegesetzbuch ist.

Wie oben bereits dargelegt, befürwortete der vzbv beide Maßnahmen ausdrücklich, regt aber die folgenden Ergänzungen an: In Absatz 2 sollte ein neuer Satz 2 angefügt

¹⁸ Vgl. § 9 FinVermV.

¹⁹ Siehe auch Stellungnahme des vzbv zum Entwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) zur Neufassung der FinVermV vom 21.11.2018: vzbv (2018): „Gleiche Regeln für Finanzanlagevermittler wie für Banken und Sparkassen“, Pressemitteilung, online verfügbar unter: <https://www.vzbv.de/pressemitteilung/gleiche-regeln-fuer-finanzanlagevermittler-wie-fuer-banken-und-sparkassen>, zuletzt abgerufen am 8.1.2021.

werden, der genauer bestimmt, wann ein Anlageobjekt ausreichend spezifiziert ist. So genügt es bei Anlagen in Immobilien etwa nicht, einen regionalen Markt oder eine Stadt zu benennen. Vielmehr müssen konkrete (bestehende oder geplante) Objekte samt Adresse und wirtschaftlichen Nutzungsdaten genannt werden.

Hinsichtlich der verbleibenden Möglichkeit, Anlagegelder für die Erfüllung des eigenen Geschäftszwecks einzuwerben, ohne dass die genaue Verwendung angegeben wird, sollte berücksichtigt werden, dass der GKM in der Vergangenheit ein hohes Maß an Kreativität gezeigt hat, wenn es um die Nutzung von Ausnahmen ging. Entsprechend sollte der Gesetzgeber rechtzeitig evaluieren, ob es in Folge der Regelung zur Gründung von Unternehmenshüllen mit gerade ausreichend klaren Geschäftszwecken gekommen ist.

Mit Blick auf die Beschränkung des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen auf Anlageberatungen und Anlagevermittlungen ist anzumerken, dass dringend die oben skizzierten Maßnahmen zur Verbesserung der zivilrechtlichen Haftung umgesetzt werden müssen. Gleichzeitig muss berücksichtigt werden, dass die Ergebnisse der gesetzlich vorgeschriebenen Angemessenheits- bzw. Geeignetheitsprüfungen aus Sicht des vzbv regelmäßig nicht dazu führen, dass Verbraucher individuell passende Anlagelösungen erhalten.²⁰ Der unmittelbare Nutzen der Regelung für Verbraucher ergibt sich vielmehr daraus, dass nach Abschluss der Übertragung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler und Finanzanlagenberater auf die BaFin erstmals eine kompetente Bundesbehörde sowohl die Produkt- als auch die Vertriebssebene integriert überwacht. Mit Blick auf die dringende Notwendigkeit (wenigstens) einer materiellen Prospektprüfung durch die BaFin (siehe oben), erwartet der vzbv zukünftig eine deutlich stärker präventiv wirkende Aufsicht, die es erlaubt, unplausibel kalkulierte oder irreführende Angebote frühzeitig zu erkennen und vom öffentlichen Angebot auszuschließen.

Auch an dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die Ränder der maßgeblichen Tatbestände genauer Beobachtung bedürfen. So sollte rechtzeitig evaluiert werden, ob die Beschränkung des öffentlichen Angebots zu einer Ausweitung von Privatplatzierungen geführt hat und ob der Tatbestand des öffentlichen Angebots ausreichend breit ist, um alle Formen der proaktiven Verbraucheransprache durch Emittenten zu erfassen.²¹

2. ZU ARTIKEL 1 NR. 4: MITTELVERWENDUNGSKONTROLLE

Artikel 1 Nr.4 fügt dem § 5b VermAnlG einen neuen § 5c „Mittelverwendungskontrolle“ an:

(1) Bei Vermögensanlagen nach § 1 Absatz 2 Nummer 7, die den Erwerb eines Sachgutes oder eines Rechts an einem Sachgut, die Pacht eines Sachgutes oder bei Vermögensanlagen nach § 1 Absatz 2 Nummer 3 bis 7 die Weitergabe der Anlegergelder zum Zwecke des Erwerbs eines Sachgutes oder eines Rechts an einem Sachgut oder der Pacht eines Sachgutes zum Gegenstand haben, ist die Bestellung eines unabhängigen Mittelverwendungskontrolleurs durch den Emittenten erforderlich. Die Bestellung sowie der Vertrag über die

²⁰ Vgl.: vzbv (2020b).

²¹ Vgl. exemplarisch: Werner, Horst (2017): „Der Rechtsbegriff des öffentlichen Angebots von Finanzinstrumenten als Voraussetzung für die Bafin-Prospektpflicht“, online verfügbar unter: <https://anlegerbeteiligungen.wordpress.com/2017/06/21/der-rechtsbegriff-des-offentlichen-angebots-von-finanzinstrumenten-als-voraussetzung-fur-die-bafin-prospektpflicht/>, zuletzt abgerufen am 11.1.2021.

Mittelverwendungskontrolle müssen zum Zeitpunkt der Prospekteinreichung oder in den Fällen des § 2a oder § 2b zum Zeitpunkt der Einreichung des Vermögensanlagen-Informationsblattes abgeschlossen sein. Der Vertrag über die Mittelverwendungskontrolle muss Bestandteil des Verkaufsprospektes sein.

(2) Der Mittelverwendungskontrolleur hat ein Mittelverwendungskonto zu führen und die durch den Emittenten eingeworbenen Anlegergelder erst bei Vorliegen der im Vertrag über die Mittelverwendungskontrolle festgelegten Voraussetzungen freizugeben. Diese Voraussetzungen sind in Übereinstimmung mit den Mindestangaben im Verkaufsprospekt oder Vermögensanlagen-Informationsblatt festzulegen. Nach der Freigabe hat der Mittelverwendungskontrolleur zu kontrollieren, ob die freigegebenen Mittel aus der Vermögensanlage entsprechend dem im Vertrag festgelegten Verwendungszweck und den übrigen dort festgelegten Bestimmungen verwendet werden. (...)

Absatz 1 schreibt die Bestellung eines unabhängigen Dritten vor, der die Verwendung der Anlegergelder kontrolliert. Die Vorschrift gilt für Direktinvestments (§ 1 Absatz 2 Nummer 7 VermAnlG) sowie für partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen (§ 1 Absatz 2 Nummer 3 bis 6 VermAnlG), wenn ein Mehrebenenmodell vorliegt, die Anlagegelder also nicht direkt investiert, sondern an eine zwischengeschaltete Gesellschaft weitergegeben werden. Liegen im Rahmen der Nummern 3 bis 6 keine Mehrebenenmodelle vor, ist demnach auch keine Mittelverwendungskontrolle vorgeschrieben.

Nach Absatz 2 soll der Kontrolleur die zweckgebundene Verwendung der Gelder überprüfen. Dazu soll er ein Konto führen, auf das diese Gelder eingezahlt werden. Eine Freigabe soll erst erfolgen, wenn die im Vertrag über die Mittelverwendungskontrolle einzelfallabhängig festgelegten Kriterien erfüllt sind. Anschließend prüft der Kontrolleur mindestens alle sechs Monate, ob der vertragliche Verwendungszweck eingehalten wurde, also das gekauft wurde, was im Vertrag vereinbart ist, und erstellt einen Abschlussbericht, wenn alle Gelder investiert sind: „Die Prüfung (...) ist beendet, wenn der Kontrolleur festgestellt, dass der Emittent die Anlegergelder vollständig investiert hat“.²²

Die Mittelverwendungskontrolle ist eine klare Lex P&R und zielt auf Direktinvestments sowie auf die Sicherstellung der Existenz der Anlagegüter ab. Aus Sicht des vzbv kann zu diesem Zeitpunkt nicht beurteilt werden, ob die Vorgaben zur Prüfung und zur Unabhängigkeit der Kontrolleure ausreichend sind, um den Regelungszweck zu erreichen. Bedacht werden sollten aus Sicht des vzbv die folgenden Fragen:

- ❖ Ist es sachgerecht, die Kontrolle mit der vollständigen Investition der Gelder enden zu lassen? Ist angesichts der Transparenzdefizite nicht vielmehr eine fortlaufende Kontrolle der Existenz der Anlagegüter notwendig?
- ❖ Erfolgt die Zweckbindung in den Verträgen zwischen Emittenten und Kontrolleuren ausreichend präzise? Sind weitergehende Maßnahmen als diejenigen in Absatz 2 vorgesehen notwendig (Orientierung an den Mindestangaben im Verkaufsprospekt oder Vermögensanlagen-Informationsblatt)?
- ❖ Unterliegen die Kontrolleure einer ausreichenden Überwachung und ausreichenden Haftungsregelungen, um die aus der Vergütung durch die Emittenten folgenden Fehlanreize zu kontrollieren?

²² Vgl.: BMF (2020b), S. 21.

3. ZU ARTIKEL 1 NR. 8: ERGÄNZENDE ANGABEN ZUM VERKAUFSPROSPEKT

Artikel 1 Nr. 8 ändert den § 11 VermAnlG „Veröffentlichung ergänzender Angaben“. Ein Nachtrag zum Verkaufsprospekt soll auch erstellt werden müssen, wenn:

„[Ein] Bericht des Mittelverwendungskontrolleurs, (...) eine abweichende Verwendung der freigegebenen Mittel feststellt (...)“.

In diesem Fall greift das in § 11 Absatz 2 VermAnlG bereits bestehende Recht von Anlegern,

„die vor der Veröffentlichung des Nachtrags eine auf den Erwerb oder die Zeichnung der Vermögensanlagen gerichtete Willenserklärung abgegeben haben, (...) diese innerhalb einer Frist von zwei Werktagen nach Veröffentlichung des Nachtrags widerrufen, sofern noch keine Erfüllung eingetreten ist (...)“.

Aus Sicht des vzbv ist diese Regelung zu begrüßen. Allerdings sollte in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass eine Zuwiderhandlung einen Schadenersatzanspruch in Folge eines Prospektfehlers begründet. Gleichzeitig sollte die bereits bestehende Frist für den Rücktritt von einer bereits abgegebenen Willenserklärung von 2 auf 14 Tage verlängert werden. Aus Sicht des vzbv kann nicht davon ausgegangen werden, dass Verbraucher von ergänzenden Angaben zum Prospekt innerhalb von Stunden Kenntnis erlangen.

4. ZU ARTIKEL 1 NR. 9: VERÖFFENTLICHUNGSPFLICHTEN NACH ENDE DES ÖFFENTLICHEN ANGEBOTS

Nr. 9 ändert den § 11a VermAnlG „Veröffentlichungspflichten nach Beendigung des öffentlichen Angebots“, indem Tatsachen im Sinne des Absatzes 1 näher spezifiziert werden:

„(1) Der Emittent einer Vermögensanlage ist nach Beendigung des öffentlichen Angebots einer Vermögensanlage verpflichtet, jede Tatsache, die sich auf ihn oder die von ihm emittierte Vermögensanlage unmittelbar bezieht und nicht öffentlich bekannt ist, unverzüglich gemäß Absatz 3 Satz 1 zu veröffentlichen, wenn sie geeignet ist, die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber dem Anleger erheblich zu beeinträchtigen. Die Verpflichtung entfällt mit der vollständigen Tilgung der Vermögensanlage.“

„Eine Tatsache im Sinne des Satzes 1 ist insbesondere

- 1. die drohende Zahlungsunfähigkeit des Emittenten,*
- 2. ein Zahlungsverzug des Emittenten gegenüber Anlegern von Vermögensanlagen,*
- 3. die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen von Gesellschaften, gegenüber denen der Emittent erhebliche Zahlungsforderungen hat oder deren Insolvenz zu einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten führen kann,*
- 4. die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen eines Konzernmitglieds des Emittenten, sofern dies zu einem Zahlungsverzug des Emittenten gegenüber den Anlegern oder einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten führen kann,*
- 5. der Ausfall von wesentlichen Vertragspartnern des Emittenten.“*

Die neuen Regelbeispiele sollen Aufschluss über die finanzielle Lage des Emittenten geben. Dazu zählt auch das Ergebnis einer Mittelverwendungskontrolle, wenn die Abweichungen geeignet sind, die Fähigkeiten des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtungen erheblich zu beeinträchtigen. Der vzbv begrüßt die Klarstellung, regt aber an, dass die stark auslegungsbedürftigen Begriffe „wesentlich“ und „Ausfall“ in Nummer 5 durch eindeutig bestimmte Rechtsbegriffe ersetzt werden.

5. ZU ARTIKEL 1 NR. 15: AUSKUNFTSPFLICHTEN GEGENÜBER DER BAFIN

Nr. 15 ändert zunächst den Titel von § 19 in „Auskunftspflichten gegenüber der Bundesanstalt“. Entscheidend ist die neue Nummer 5 in Ansatz 1 Satz 1:

„(1) Die Bundesanstalt kann von einem Emittenten oder Anbieter Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen, um

(...)

5. zu prüfen, ob die Voraussetzungen für eine Anordnung nach § 24 Absatz 5 Satz 1 vorliegen.“

In der Begründung heißt es dazu: „Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht soll dabei tätig werden können, wenn ihr Verdachtsmomente dafür vorliegen, dass ein Vorgehen nach § 24 Absatz 5 Satz 1 angezeigt sein könnte. Solche Verdachtsmomente können z.B. aufgrund von Presseberichterstattung oder Hinweisen, die über die Hinweisgeberstelle gemacht werden, gegeben sein.“²³

§ 24 Absatz 5 enthält die Möglichkeit, Sonderprüfungen der Rechnungslegung anzuordnen. Mit Blick auf die dringende Notwendigkeit, anlegerschützende Regelungen stärker präventiv anzuwenden, ist die Regelung uneingeschränkt zu begrüßen.

6. ZU ARTIKEL 2 NR. 2 UND 4: WEGFALL DER REGISTRIERUNGSTATBESTÄNDE BEI PUBLIKUMS-AIF

Artikel 2 Nummern 2 und 4 enthalten den Wegfall der Registrierungstatbestände für Publikums-AIF. Geändert wird im Kern der § 44 KAGB. In der Begründung heißt es: „Eine bloße Registrierung von Kapitalverwaltungsgesellschaften, die geschlossene Publikumsinvestmentvermögen verwalten, ist damit nicht mehr möglich. Vielmehr müssen auch diese Fondsverwalter genau wie die Verwalter offener Publikumsinvestmentvermögen zukünftig eine Erlaubnis beantragen.“²⁴ Die Abschaffung der bloßen Registrierungsmöglichkeit für geschlossene Publikums-AIF ist aus Sicht des vzbv folgerichtig, unter anderem um mögliche Ausweichreaktionen zu verhindern.

²³ Vgl.: BMF (2020b), S. 25.

²⁴ Vgl.: BMF (2020b), S. 27.