

Deutscher AnwaltSpiegel

www.deutscher-anwaltspiegel.de

Printausgabe 2010



*Antik • Europarecht • Patentrecht • Arbeitsrecht • Kommunikation
internationales Recht • Wirtschaftsprüfung • Wertpapierhandlung
Aktienrecht • Bank- und Kapitalmarktrecht • Wirtschaftss
Lizenzrecht/Insolvenzrecht • Aktienrecht/Unternehmensk
Immobilienrecht/Gesellschaftsrecht • Internetrecht • Recht*

Schrotschüsse des Gesetzgebers auf den grauen Kapitalmarkt

Das „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“

Im Angesicht der Finanzkrise Integrität, Effizienz und Transparenz der Kapitalmärkte zu stärken ist das Ziel des Ende April 2010 vom Bundesfinanzministerium vorgelegten Diskussionsentwurfs für ein „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“.

Mit einem ganzen Bündel von Maßnahmen, unter anderem zu Leerverkäufen und offenen Immobilienfonds, versucht der Gesetzesvorschlag, dieses Ziel zu erreichen. Dabei bringt der Diskussionsentwurf auch dramatische Neuerungen für den sogenannten Grauen Kapitalmarkt. Der Gesetzgeber widmet sich damit aus Anlass der Finanzkrise einer Branche, die unter der Finanzkrise selber besonders stark gelitten hat und weiter leidet, ohne dass sie in irgendeiner Weise dafür verantwortlich ist. Das Neugeschäft ist bei vielen Anbietern fast zum Erliegen gekommen. Zahlreiche der in der Vergangenheit aufgelegten Fonds befinden sich in wirtschaftlicher Schieflage. Nunmehr kommt zu allem Unglück auch noch ein Gesetzesvorschlag hinzu, der vielen Anbietern von geschlossenen Fonds – vorsichtig ausgedrückt – wenig Freude bereiten dürfte, wenn er denn in der vorgeschlagenen Fassung tatsächlich umgesetzt werden sollte.

Der Grund dafür liegt vor allem darin, dass der Gesetzesvorschlag bei realistischer Betrachtung freie Vertriebe in ihrer Existenz gefährdet. Gegenwärtig werden nach Angaben des Verbands Geschlossene Fonds über 40% der Anteile an geschlossenen Fonds über freie Vertriebe platziert. Den Anbietern geschlossener Fonds droht damit ein maßgeblicher Vertriebskanal komplett wegzubrechen.

Vorgeschlagene Neuregelungen

Bislang gelten geschlossene Fonds in ihrer Eigenschaft als Vermögensanlagen i.S.v. § 8f Abs. 1 Verkaufsprospektgesetz nicht als Finanzinstrumente i.S.v. § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG. Dienstleistungen, darunter auch Vertriebsaktivitäten, die im Zusammenhang mit solchen Vermögensanlagen erbracht wurden, sind daher gegenwärtig keine Finanzdienstleistungen i.S.d. KWG und unterliegen auch nicht dem WpHG. Das soll sich in Zukunft ändern. Vermögensanlagen nach dem Ver-

kaufsprospektgesetz sollen unter die Definition der Finanzinstrumente nach dem KWG fallen. Das hat zunächst weitreichende aufsichtsrechtliche Folgen. Auch der Vertrieb von geschlossenen Fonds wird damit zur Finanzdienstleistung, die nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG BaFin-erlaubnispflichtig ist. Bislang waren von freien Vertrieben lediglich die Voraussetzungen nach § 34c GewO zu erfüllen. Nunmehr müssten auch die besonderen finanziellen und persönlichen Anforderungen, die für die Erbringung von Finanzdienstleistungen vorausgesetzt werden (und die nach dem Gesetzesvorschlag noch einmal deutlich erhöht werden sollen), auch von Vertrieben erfüllt werden. Bereits die Vorstellung, das vom Regelungsgehalt her komplexe, verschachtelte und schwerverständlich formulierte KWG in seinem Anwendungsbereich unter anderem auch auf selbständige freie Finanzberater und -vermittler erstrecken zu wollen, erscheint jedoch einigermaßen praxisfern.

Emissionshäuser selbst sollen nach der Begründung des Gesetzesvorschlags zwar grundsätzlich nicht in den Anwendungsbereich des KWG einbezogen werden. Aber auch Emissionshäuser und mit ihnen verbundene Unternehmen laufen nach dem Gesetzesvorschlag Gefahr, zumindest im Hinblick auf Teilbereiche ihrer Tätigkeit in den Anwendungsbereich des KWG zu kommen. So



Erfolgt kein Richtungswechsel, droht Anbietern geschlossener Fonds ein Vertriebskanal wegzubrechen.

könnte etwa die Vertriebskoordination oder Vertriebsorganisation durch Emissionshäuser oder mit ihnen verbundene Unternehmen, die für zahlreiche Emittenten ein Mittel ist, um die von ihnen aufgelegten Fonds mit beträchtlichen Eigenkapitalvermittlungsp provisionen zu belasten, in Zukunft unter den Begriff der Finanzdienstleistung fallen.

Anbietern geschlossener Fonds droht ein maßgeblicher Vertriebskanal komplett wegzubrechen.

Im Blickpunkt: Geschlossene Fonds, ...

Auch die anlegerschützenden Vorschriften des WpHG werden auf den Vertrieb geschlossener Fonds ausgedehnt. Auch für Zwecke des WpHG sollen nach dem Gesetzesvorschlag die Vermögensanlagen i.S.v. § 8f Abs. 1 Verkaufsprospektgesetz als Finanzinstrumente gelten (§ 2 Abs. 2b WpHG-E). Insbesondere der Vertrieb geschlossener Fonds unterlag bislang nur den Vorgaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung. Künftig werden nach dem Willen des Gesetzesvorschlags Finanzdienstleister auch bei der Anlageberatung und der Ver-

mittlung dieser Vermögensanlagen die detaillierten und komplexen Beratungs-, Organisations- und Aufzeichnungspflichten der §§ 31 ff. WpHG zu erfüllen haben. Auch die Einhaltung dieser Pflichten soll von der BaFin überwacht werden. Das wird eher unproblematisch sein etwa für Banken und Sparkassen, die bislang bereits beim Vertrieb von Wertpapieren an die Einhaltung dieser regulatorischen Anforderungen gewohnt waren. Für freie Vertriebe bedeutet dies jedoch einen Level an Regulierung, den diese realistisch kaum angemessen werden bewältigen können.

... Anlegerschutz und ...

Eine ganze Reihe von vorgeschlagenen Regelungen soll der Verbesserung des Schutzes der Anleger vor Falschberatung dienen. So soll insbesondere jeder Privatkunde einer Wertpapierdienstleistung vor Abschluss des Geschäfts ein kurzes Informationsblatt zu dem in Aussicht genommenen Finanzinstrument zur Verfügung gestellt bekommen. Dabei fordern § 31 Abs. 3 Satz 4–7 WpHG-E in Verbindung mit einem diese Normen ausfüllenden Verordnungsvorschlag ein kurzes (höchstens zwei Seiten) und leicht verständliches Informationsblatt, in dem die wesentlichen Informationen des jeweiligen Finanzinstruments zusammengefasst werden. Ziel ist es dabei, dafür zu sorgen, dass die für die Anlageentscheidung wesentlichen Informationen besser als weithin

lindenpartners

Büro: Berlin

Anwälte: 24

www.lindenpartners.eu



Vor allem freie Vertriebe geschlossener Fonds müssen mit starkem Gegenwind rechnen und sehen sich sogar in ihrer Existenz gefährdet.

üblich auf den Punkt gebracht werden, um den Kunden das Verständnis des Produkts und vor allem einen Vergleich mit anderen Produkten zu ermöglichen. Der Inhalt dieses „Beipackzettels“ muss ohne Heranziehung werbender Unterlagen verständlich sein und darf keine werbenden Inhalte enthalten. Nun mag es zwar sein, dass Prospekte häufig überlang und überkomplex gestaltet sind und von Anlegern kaum mehr zur Kenntnis genommen werden. Allerdings sind auch bereits sämtliche Mindestangaben, die Prospekte nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung enthalten müssen, nach dem Willen des Verordnungsgewalters für die Anlageentscheidung wesentlich. Bereits die Risikobeschreibung für die nach § 2 Abs. 2 Satz 3 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung ein gesonderter Abschnitt gefordert ist, nimmt für sich allein in vielen Prospekten (zu Recht) über zehn Seiten ein. Wie man die wesentlichen Aspekte der Beteiligung in verständlicher Weise so eindampfen können soll, dass diese auf das geplante Informationsblatt passen, bleibt unklar. Noch dazu könnte auch dieses Informationsblatt, für sich genommen, als Prospekt im Sinne der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung anzu-

sehen sein, d.h., auch unter diesem Gesichtspunkt wird jede vorgegebene Begrenzung der Seitenzahl kaum praktikabel sein.

... Prospektgestaltung

Im Grundsatz positiv erscheinen hingegen die vorgeschlagenen Änderungen der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, mit denen die Angabenpflichten ausgeweitet werden. Damit wird das eine oder andere Defizit beseitigt. Unter anderem müssen Prospekte im Hinblick auf die Prospektinitiatoren zusätzliche Angaben erhalten, um deren Seriosität leichter beurteilen zu können. Gemäß § 2 Abs. 5 VermVerkProspV-E soll ferner angegeben werden, ob ein Prospektprüfungsgutachten erstellt wurde. Wenn dies der Fall ist, müssen Name des Wirtschaftsprüfers, Datum des Gutachtens und dessen Ergebnis veröffentlicht werden. Das hingegen ist keine gute Idee. Die im Prospekt genannten Wirtschaftsprüfer laufen aufgrund dieser Namensnennung Gefahr, in den Kreis der gegenüber den Anlegern Prospektverantwortlichen einbezogen zu werden, ohne diesen gegenüber ihre Haftung über AGB beschränken zu können. Das dürfte in Wirklichkeit faktisch das

Ende der Prospektprüfung durch Wirtschaftsprüfer sein – zumindest ohne horrenden Risikoprämien. Stattdessen dürfte sich das geplante Ziel besser erreichen lassen, wenn man die bislang fakultative Erstellung eines dem IDW-S4-Standard entsprechenden Gutachtens vorschreiben würde. Dann würde auch der BaFin die Arbeit erleichtert. Hier soll nach dem Gesetzesvorschlag nämlich der Prüfungsmaßstab der BaFin für Prospekte dem bei Wertpapierprospekten geltenden Maßstab angepasst werden. Dementsprechend soll die BaFin Prospekte nicht mehr nur auf Vollständigkeit, sondern auch auf Kohärenz und Verständlichkeit hin prüfen. Das aber sind Fragen, die auch der Prospektprüfer zu beantworten hat. ←



Rechtsanwalt
Dr. Matthias Birkholz,
lindenpartners,
Berlin

birkholz@lindenpartners.eu