

Bundesverband Freier Immobilien- und
Wohnungsunternehmen e.V.
Kurfürstendamm 57 · 10707 Berlin

**BUNDESVERBAND
FREIER IMMOBILIEN- UND
WOHNUNGSUNTERNEHMEN E.V.**



Kurfürstendamm 57 · 10707 Berlin
Telefon 0 30 / 3 27 81-0 · Fax 0 30 / 3 27 81-299
E-Mail: office@bfw-bund.de · Internet: www.bfw-bund.de

Stellungnahme

**Bundesverband Freier Immobilien- und
Wohnungsunternehmen e. V.**

**Zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschut-
zes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)**

1. Problemstellung

Durch die europäische Marktmissbrauch-Richtlinie vom 14. März 2002 wird auf nationaler Ebene eine erweiterte behördliche Befugnis gegen Marktmanipulation im Kapitalmarkt, insbesondere durch Insidergeschäfte, erforderlich. Die Richtlinie ersetzt die frühere Insider-Geschäfte-Richtlinie¹, weil es aus rechtssystematischen und rechtstechnischen Erwägungen als untunlich angesehen wird, Vorkehrungen gegen Marktmanipulationen und Insidergeschäfte getrennt zu regeln². Gegenüber dem bisherigen europäischen Kapitalmarktrecht wird mit der Marktmissbrauch-Richtlinie insofern Neues geschaffen, als es auf der europäischen Ebene bisher überhaupt keine rechtlichen Beschränkungen von Marktmanipulationen gegeben hat³ und entsprechende Defizite in den meisten Mitgliedstaaten der Europäischen Union zu beobachten sind⁴. Vergleicht man die sehr offene, allein auf die Irreführung von Marktteilnehmern abstellende Definition von „Marktmanipulation“ in der Marktmissbrauch-Richtlinie⁵ und in der dazugehörigen Beispielliste im Anhang Abschnitt B, so wird klar, dass bei der Umsetzung der Marktmissbrauch-Richtlinie bereits ein Rahmen für ein modernes Kapitalmarktrecht geschaffen werden müsste.⁶ Insofern erscheint es als – wohl unzureichender – Notbehelf, wenn die Bundesregierung es vorerst versucht, die erforderlichen Ausweitungen aufsichtsbehördlicher Befugnisse im Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG) unterzubringen.

Das zu bemängelnde Ungenügen betrifft in erster Linie die für die Vereinheitlichung des europäischen Rechts, insbesondere zu Insidergeschäften und Marktmanipulationen, zentrale Begrifflichkeit der „Finanzinstrumente“. Darüber hinaus missachtet es der Gesetzentwurf jedoch auch, dass es in der europäischen Richtlinie als unumgänglich angesehen worden ist, eine Tatbestandsdarstellung im nationalen Recht zu schaffen, die Insidergeschäfte als Marktmanipulationen erkennbar werden lässt⁷. Entsprechend findet man im Gesetzentwurf zwar eine Regelung zu Insiderverzeichnissen zur Umsetzung des neuen Kapitalmarktrechts.⁸ Allerdings fehlt dabei die von dem Verpflichteten eigenverantwortlich zu begründende Ausnahme, etwa für Berater im Zusammenhang mit Übernahmeverhandlungen, und Sonderre-

¹ Vgl. Richtlinie 98/592/EWG.

² Vgl. Erwägungsgrund 9 der Marktmissbrauch-Richtlinie.

³ Vgl. Allgemeine Begründung des Europäischen Parlaments und des Rates Ab.

⁴ Vgl. ebd. Ab.

⁵ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 1 – Definitionen ZBB 2/02 S. 150.

⁶ Die EU-Kommission hat in den letzten beiden Jahren eine Vielzahl von kapitalmarktrechtlichen Richtlinien bzw. Richtlinienentwürfen hervorgebracht, u. a. Investmentfonds-RL, Transparenz-RL, Marktmissbrauch-RL, Wertpapier-Prospekt-RL.

⁷ Vgl. dazu Erwägungsgrund 11 der Marktmissbrauch-Richtlinie, mit dem Verweis auf noch zu erstellende nationale Typensammlungen.

⁸ Vgl. § 15 b WpHG-Entw. u. Erläuterung der Kommission zu Art. 6 – ZBB 2/02 S. 152.

gelungen von Insiderinformationen bei Wertpapieranalysen zur Marktmissbrauch-Richtlinie.⁹ Auch die Abgrenzung zwischen professionellem und journalistischem Handeln bei Marktmanipulationen durch Informationsverbreitung¹⁰ spiegelt sich im Gesetzentwurf nicht hinreichend wider. Schließlich hat sich die Bundesregierung um den schwierigen Anwendungsbereich herumgedrückt, wie Regelungsinhalte speziell für Sekundärmärkte und Aktivitäten in „grauen Märkten“ geschaffen werden können.¹¹

Einen Ausgleich für den zuletzt angesprochenen Mangel strebt die Bundesregierung anscheinend dadurch an, dass eine Prospektpflicht für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlagefonds des sog. „grauen Kapitalmarkts“ eingeführt werden sollen.¹² Hier irritiert insbesondere, dass ohne ausreichende Begründung Sonderrecht geschaffen wird, das sich in den Buchstabenparagrafen § 8 f - § 8 i Verkaufsprospektgesetz (VerkprospG) im Gesetzentwurf wiederfindet. Als besonders kritikwürdig erscheint, dass gegenüber § 8 a Abs. 1 VerkprospG nicht nur eine verdoppelte Frist von 20 Werktagen für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) vorgesehen wird, sondern auch die Rechtstechnik des Wertpapierrechts im Fall der innerhalb der genannten Frist nicht erfolgten Untersagung, mit Fiktion der Genehmigung die Verbreitung des Konzepts zuzulassen nicht zum Zuge kommt.

Gar nicht abzusehen ist, dass mit der Verpflichtung zur Prospektprüfung durch das BAFin diese Bundesbehörde entsprechend zusätzliches Personal erhält. Deshalb würde eine solche Regelung eine nicht hinnehmbare Planungsunsicherheit für die Ingangsetzung und Platzierung von Kapitalanlagen, für die die neue Prospektpflicht gelten soll, bedeuten. Besondere Probleme ergeben sich durch eine mittelbare Prospektierungspflicht bei Treuhandvermögen und bei Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (§ 8 e Abs. 1 VerkprospG-Entw.). Hoch problematisch ist schließlich, dass der Prospektinhalt hinsichtlich der Kapitalanlagepolitik in § 8 e Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG-Entw. z. B. über entsprechende Regelungen zum Verkaufsprospekt in § 19 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 KaGG bzw. § 42 Abs. 1 Satz 3 Nr. 14 InvG hinausgeht. In diesem Zusammenhang ist auch nicht einzusehen, dass bestimmte Initiatoren wie Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds nach § 8 f Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG-Entw. als „Anbieter“ von der Prospektpflicht ausgenommen werden sollen.

⁹ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 6 ZBB 2/02 S. 152.

¹⁰ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 5 der Marktmissbrauch-Richtlinie ZBB 2/02 S. 151.

¹¹ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 9 ZBB 2/02 S. 153.

¹² Vgl. AnSVG-Entw. A. Zielsetzung.

2. Erweiterter Anwendungsbereich des WpHG: Finanzinstrumente (§ 1 WpHG-Entw.; von § 2 Abs. 2 b WpHG-Entw.)

Was die Ergänzung des Anwendungsbereichs des WpHG mit Hilfe des Begriffs des Finanzinstruments¹³ ist für den Umfang der erfassten Kapitalanlageangebote nicht klar. Zwar wird in der Begründung zu § 1 Abs. 1 WpHG-Entw. aufgeführt, dass eine terminologische Angleichung an § 1 Abs. 11 KWG sowie an das europäische Recht vollzogen wird. Der Hinweis auf § 1 Abs. 11 KWG erscheint insofern als redundant, als die dortige Begriffsbestimmung bereits auf Art. 1 Nr. 4 und 5 der europäischen Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie sowie deren Anhang B beruht.¹⁴ Die neue Marktmissbrauch-Richtlinie umfasst allerdings über den Anhang B der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (93/22/EWG)¹⁵ hinaus noch Warenderivate als Finanzinstrumente¹⁶. Das passt dazu, dass in der bisherigen Auslegung von § 1 Abs. 11 KWG unter dem Oberbegriff der Finanzinstrumente auch Rechnungseinheiten und alle Formen von Derivaten verstanden worden sind.

Demgegenüber erscheint die Begriffsbestimmung in § 2 Abs. 2 b WpHG-Entw. in Satz 1 als vergleichsweise beschränkt. Allerdings wird dann in Satz 2 die Auffangbestimmung aus Art. 1 Nr. 3 dritter Spiegelstrich der europäischen Marktmissbrauch-Richtlinie wiederholt, mit der einzigen Ausnahme, dass im Gesetzentwurf nur von „sonstigen“ Instrumenten gesprochen wird und nicht von allen sonstigen Instrumenten, wie in der europäischen Richtlinie. Außerdem wird in dem Gesetzentwurf auf den organisierten Markt, nicht auf den geregelten Markt abgestellt, was im Hinblick auf Art. 1 Abs. 13 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie Schwierigkeiten ergibt. Der deutsche Gesetzgeber verlässt den für inkriminierte Insidergeschäfte und Marktmanipulationen nach EU-Recht maßgeblichen Anwendungsbereich der öffentlich-rechtlichen Organisation der Kapitalmärkte mit ihrer einer behördlichen Aufsicht unterliegenden Preisfeststellung.¹⁷ In einem organisierten Markt hingegen werden schnelle, kostengünstige, verlässlich handelbare und sichere Transaktionen privat rechtlich – einschließlich des Vertrauensschutzes für Informationen – gewährleistet.¹⁸

Unklar bleibt im Gesetzentwurf auch im Hinblick auf § 1 Abs. 11 KWG, inwiefern auch nicht von einer staatlichen Aufsicht betroffene Finanzdienstleistungen in die Regelungen des WpHG einbezogen werden sollen. Dabei kommt es gar nicht mehr darauf an, dass die Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1 AKWG und die Wertpapierdienstleistungen nach § 2

¹³ Vgl. Allgemeine Begründung II a) des Gesetzentwurfs zum AnSVG.

¹⁴ Vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mateller, Kreditwesengesetz München 2000 zu § 1 KWG Rdn. 196.

¹⁵ Vgl. ABI. L 141 1993 S. 27-46.

¹⁶ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 1 ZBB 2/02 S. 150.

¹⁷ Vgl. Kümpel, Die Preisfeststellung im Geregelten Markt WM 1988 S. 1621 (S. 1623).

¹⁸ Vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt und Börsenrecht Köln 2002 S. 7.

Abs. 3 WpHG-Entw. voneinander abweichen. Denn nach § 1 Abs. 1 WpHG-Entw. erstreckt sich der Anwendungsbereich des neu gefassten WpHG insgesamt auf „den börslichen und außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten“, so dass nicht nur die analoge Anwendung von § 2 Abs. 3 WpHG-Entw. hinter sich gelassen wird, sondern ggf. auch die Vorbedingung eines zumindest „organisierten“ Marktes.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass die aufsichtlichen Regelungen des WpHG auch auf die Refinanzierung von Private Equity angewandt würden. Das würde allerdings einen harten Rückschlag für neue Finanzierungsformen in Deutschland bedeuten. Denn die Refinanzierung von Private Equity durch Unternehmensanleihen betreffen in der Regel Insiderinformationen nach § 13 Abs. 1 WpHG-Entw., da sie „im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- bzw. Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen“ in der Lage sind. Die Vorbedingung von § 12 WpHG für Insiderpapiere würde zumindest bei börsennotierten, in einen geregelten Markt einbezogenen oder im Freiverkehr gehandelten Anteilen von Unternehmen erfüllt, da in diesem Fall die Refinanzierung von Private Equity regelmäßig die unmittelbare oder mittelbare Preisbildung bei den Finanzinstrumenten nach § 12 Satz 1 Nr. 3 WpHG-Entw. erfüllen würde. Der Gesetzentwurf überschreitet die Regelungsansprüche der europäischen Marktmissbrauch-Richtlinie, die für Kapitalmarktprodukte, die in einem öffentlich-rechtlich geregelten Markt generiert werden, die Regelungsinhalte für Insidergeschäfte und Schutz der Preisentwicklung aneinander bindet.¹⁹ Vor allem jedoch fehlt der Rechtsgedanke, wonach ein Unternehmen eigenverantwortlich für bestimmte Geschäfte, insbesondere Unternehmenstransaktionen, Insider – insbesondere externe Berater – nicht an eine Aufsichtsbehörde melden muss.

Nach der Begriffsbestimmung von „Finanzinstrumenten“ sind sie nach § 2 Abs. 2 WpHG-Entw. würde die Refinanzierung von Private Equity auch in die Vorkehrungen gegen Marktmanipulationen in § 20 a WpHG-Entw. einbezogen. Dadurch würden auch die Darstellung von ausgehandelten Eigenkapital-/Fremdkapital-Relationen in den Anwendungsbereich der Rechtsverordnung nach § 20 a Abs. 5 WpHG-Entw. rücken, insbesondere durch Bestimmungen über die Umstände, „die für die Bewertung von Finanzinstrumenten erheblich“ sind (Nr. 1). Außerdem würden eventuelle Restriktionen zu Handlungen, die „als zulässige Marktpraxis gelten“, sowie aufsichtlich festgestellte Kriterien der „zulässigen Marktpraxis“ (Nr. 5) auch für Private Equity-Finanzierungen wirksam.

¹⁹ Vgl. Möllers, Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch ZBB 6/03 S. 390 ff. (S. 392).

Forderungen: Sowohl die Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1 a KWG als auch Wertpapierdienstleistungen nach § 2 Abs. 3 WpHG-Entw., wo § 2 Abs. 3 WpHG unter dem Oberbegriff der „Finanzinstrumente“ weitergeführt wird, schließen die Anwendung aufsichtsrechtlicher Vorkehrungen bei Geschäften aus, bei denen ausschließlich eigenes Kapital angelegt oder mezzanines Kapital zugeführt wird.²⁰ Es sollte klargestellt werden, dass auch die Refinanzierung solcher Geschäfte außerhalb des Anwendungsbereichs sowohl des KWG als auch des WpHG bleiben.²¹

3. Regelungen zur Analyse von Finanzinstrumenten bei Journalisten und für die Prospekterstellung

Nach der europäischen Richtlinie unterfallen verbotene Finanzanalysen den Marktmanipulationen. In den vom Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat verabschiedeten Fassungen der Marktmissbrauch-Richtlinie fehlt der frühere Abs. 3 von Art. 5, in dem im Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission noch vorgesehen war, dass die Mitgliedstaaten spezielle Vorschriften einführen können, um die journalistische Berichterstattung über Kapitalmärkte von aufsichtlichen Restriktionen freizuhalten. Auch in der jetzigen Fassung von Art. 5 findet man jedoch weiterhin die Begründung der Europäischen Kommission, dass zwischen „dem professionellen – journalistischen - Handel und dem personellen Handel zu Missbrauchszwecken“ zu unterscheiden ist.

Dieser Rechtsgedanke erscheint in § 34 b Abs. 4 allerdings zu verkürzt, indem der Schutzbereich für Journalisten nur dann wirksam wird, wenn für diese eine der aufsichtlichen Regulierungen nach § 34 c WpHG-Entw. „vergleichbare Selbstregulierung“ vorliegt, die mit wirksamen Kontrollmechanismen auch durchgesetzt werden kann (§ 34 Abs. 4 WpHG-Entw.). Dass eine solche der aufsichtsbehördlichen Kontrolle von Finanzanalysen entsprechende journalistische Selbstkontrolle Voraussetzungen für die Ausnahmeregelung von § 34 b Abs. 4 WpHG-Entw. sein würde, erfüllt – anders als die Begründung zur Stelle ausführt – den Schutz der Pressefreiheit nach Art. 5 Abs. 1 gg keineswegs. Schon die als faktisch vorausgesetzte Vorbedingung, dass der Schutz der Pressefreiheit regelmäßig an „feste berufliche Strukturen“ geknüpft wird, zeigt, dass hier die Rückbindung der Pressefreiheit an das

²⁰ Vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht Köln 2002 S. 485.

²¹ Vgl. zur entsprechenden Ausweitung der Problematik auf Bridge Finanzierungen mit dem Bedeutungswandel von Mezzanine-Kapital Breuer u. a. Hrsg., Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens entsp. Artikel Frankfurt a. M. 1999 S. 1330 f..

Schutzgut der Meinungsfreiheit in Art. 5 Abs. 1 GG nicht mehr hinreichend berücksichtigt wird. Die zu enge Ausnahmeregelung zu § 34 WpHG-Entw. in dem neuen Abs. 4 lässt außer Betracht, dass das Bundesverfassungsgericht die Informationsbeschaffungsfreiheit bei der Verbreitung nicht öffentlich zugänglicher, sogar widerrechtlich verbreiteter Informationen als besonderes Schutzgut von Art. 5 GG mit seiner Rechtsprechung besonders herausgearbeitet hat.²² Dem Staat steht es nicht zu, die Ausübung von Grundrechten an seine Prüfung von „wirksamen Kontrollmechanismen“ zu binden. In der europäischen Marktmissbrauch-Richtlinie ist deshalb festgehalten, dass Journalisten nicht in einen Zusammenhang mit Insider-Verzeichnissen gebracht werden dürfen.²³

Das bedeutet nicht, dass Standesregeln des Journalismus keine sinnvolle Aktionen für die Berichterstattung über Kapitalmärkte bieten können. Ein öffentlich-rechtlicher Eingriff muss jedoch gegenüber den Möglichkeiten berufständischer Regelungen und zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche wegen der Missachtung journalistischer Wertungen zu Gunsten von Marktmanipulationen zurückstehen.

Als hoch problematisch für die künftige Prospekterstellung ist § 34 b Abs. 6 WpHG-Entw. anzusehen. Danach würden „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“, die Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen geben oder solche ihren Kunden zugänglich machen im vollen Umfang und den Maßstäben von § 34 b Abs. 1 – Abs. 5 WpHG-Entw. beurteilt werden müssen. Zwar würden Prospektierungen für Investmentgesellschaften oder geschlossene Fonds nicht unter den Begriff der Wertpapierhandeldienstleistungen nach § 2 Abs. 3 WpHG-Entw. fallen. Es erscheint jedoch als naheliegend, Prospektinhalte an den Kriterien von § 34 b Abs. 1 – Abs. 5 WpHG-Entw. zu messen. Das trifft auf die entsprechenden Kapitalanlagevehikel für Wertpapieranlagen zu, aber auch für investmentrechtliche oder nicht investmentrechtlich geregelte Portfolio-Fonds. Hier kann es ggf. sogar zu Kollisionen der Regeln für Prospektierungen nach § 8 b Abs. 2 VerkprospG-Entw. kommen, wenn das Bundesministerium der Finanzen seine Ermächtigung, eine Rechtsneuordnung nach § 34 b Abs. 8 WpHG-Entw. zu erlassen, nutzen würde.

Forderungen:

1. Die Parallelität von berufständischer Selbstverpflichtung und aufsichtsrechtlichen Restriktionen für Finanzanalysen scheint als mit der Pressefreiheit und der Meinungsfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 unverträglich geregelt. Es muss eine Ausnahmeregelung

²² Vgl. Jarass, in Jarass/Pieroth, GG 6. Aufl. München 2002 zu Art. 5 GG Rdn. 17.

²³ Vgl. Erläuterung der Kommission zu Art. 6 ZBB 2/02 S. 152.

gefunden werden, die die faktische Trennung von professionellem journalistischen Handeln und persönlichem Handeln zu Missbrauchszwecken nach Art. 5 der europäischen Richtlinie durchsetzt.

2. Es muss in § 34 b Abs. 8 WpHG-Entw. oder in § 8 b Abs. 2 VerkprospG-Entw., klar gestellt werden, dass bei den Bewertungen von Finanzinstrumenten die Regelungen zu Prospektinhalten im VerkprospG als speziellere Regelungen § 34 b WpHG-Entw. verdrängen.

Die dargelegten Probleme würden vermutlich gar nicht auftreten, wenn sich der Gesetzentwurf rechtstechnisch an das europäische Insiderrecht halten würde. Dort liegt – im Gegensatz zu § 34 b WpHG-Entw. - keine institutionelle Normadressierung vor, sondern es wird auf individuelle Interessenskonflikte abgestellt.²⁴

4. Ausweitung der Prospektpflicht für „Angebote anderer Vermögensanlagen“ im VerkprospG (§ 8 f VerkprospG-Entw.)

Nach der Zielsetzung des Gesetzentwurfs soll eine Prospektpflicht für „nicht mit Wertpapieren verbriefte Anlagenformen des sog. des ‚grauen Kapitalmarkts‘“ eingeführt werden. Die Allgemeine Begründung zum VerkprospG-Entw. beansprucht, dass durch die neue Prospektpflicht eine kapitalmarktrechtliche Regelungslücke geschlossen wird, die im Wesentlichen Klarheit bringen soll für 1. Unternehmensbeteiligungen und 2. Anteilen an Treuhandvermögen. Diese beiden Anlagenorganisationen sollen den Schwerpunkt des Marktes für Anlageformen bilden, die nicht in Wertpapieren verbrieft sind. Im Gesetzestext selbst befindet sich dann noch der Hinweis auf „andere geschlossene Immobilienfonds“, woraus zu schließen ist, dass – sachlich zutreffend - ansonsten entgegen der im Fondserlass vom 20. Oktober 2003²⁵ umgesetzten Rechtsprechung des IV. und des IX. Senats des BFH, für den Normalfall vorausgesetzt werden müsste, dass geschlossene Immobilienfonds zu den Unternehmensbeteiligungen zu zählen sind.

§ 8 f Abs. 2 Nr. 3 VerkprospG-Entw. zeigt, dass an eine Prospektierungspflicht nur für solche Vermögensbeteiligungen gedacht wird, die in Publikumsgesellschaften organisiert sind. Gegen eine solche Prospektierungspflicht ist grundsätzlich nichts einzuwenden. Die Fortschritte

²⁴ Vgl. Pfüller/Wagner, Vom Interessen- zum Normkonflikt – Überregulierung der Wertpapieranalyse? W 6/2004 S. 253 (S. 256).

²⁵ Vgl. BStBl. I 2003 S. 543.

bei der Vergleichbarkeit von Angeboten im sog. „grauen Kapitalmarkt“ dürften allerdings sehr viel geringer ausfallen, als offensichtlich erwartet wird. Denn bereits derzeit wird kaum ein Vertriebsmann ein Fondsprodukt übernehmen, das kein von einem Wirtschaftsprüfer oder spezialisierten Steuerberater ausgefertigtes Testat aufweist. Insofern kommen jetzt durch die angestrebte gesetzliche Regelung zunächst nur die aufsichtlichen Befugnisse hinzu. Man muss allerdings auch bedenken, dass Totalverluste von Kapitalanlageangeboten, die neu in die Prospektierungspflicht hineinkommen würden, bei den Anbietern, die unter die Ausnahmen nach § 8 f Abs. 2 VerkprospG-Entw. fallen würden, kaum seltener vorgekommen sind, als bei anderen Anbietern.

Zu befragen ist allerdings noch der Anwendungsbereich der Prospektierungspflicht nach § 8 f Abs. 1 VerkprospG-Entw.. Nach dem Gesetzgebungsvorschlag sollen dazu Anteile gehören, die nicht in Wertpapieren verbrieft sind:

- Beteiligungen am Ergebnis eines Unternehmens;
- Anteile an einem Treuhandvermögen, das in eigener und für fremde Rechnung verwaltet wird;
- „sonstige geschlossene Immobilienfonds“;
- Namensschuldverschreibungen.

Es besteht hierbei die Gefahr, dass einseitig geschlossene Immobilienfonds mit der Prospektspflicht belastet werden. Denn bei anderen Angeboten von geschlossenen Fonds, bei denen ein Grundbuchtreuhänder bei der Einbindung der Kapitalanleger nicht vonnöten ist, lassen sich leicht mehrstöckige gesellschaftsrechtliche Konstruktionen finden, durch die beim vermögensverwaltenden Fonds auch keine Unternehmensbeteiligung vorliegen würde. Geschlossene Fonds verwalten in der Regel Vermögen für eigene Rechnung des Gesamthandsvermögens und Beteiligungen an Immobilien oder an immateriellen Wirtschaftsgütern, was häufig keinen Gewerbebetrieb erfordert.

Der bisher als Rechtsbegriff nicht besetzte Ausdruck „sonstige geschlossene Immobilienfonds“ muss auf jeden Fall in der Begründung erklärt werden. Vermutlich würden darunter auch ertragsteuerlich transparente Immobiliengesellschaften wie US-amerikanische REITs oder französische SIICs sowie luxemburgische SICAVs gehören. Zu diesen „sonstigen ge-

geschlossenen Immobilienfonds“ würden vermutlich auch, sofern diese ins InvG eingeführt würden, Investmentaktiengesellschaften mit den Unternehmensgegenständen Direktanlagen in Immobilien und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften gehören. Die aufgeführten Investitionsvehikel würden wohl nicht mehr unter die Prospektierungspflicht nach § 8 f Abs. 1 VerkprospG-Entw. fallen, wenn sie als ausländische Kapitalanlagen einen Börsenprospekt aufweisen müssen und ggf. sogar eine eigens geregelte Prospektierungspflicht nach § 42 InvG besteht.

Als hoch problematisch könnte sich allerdings erweisen, dass für die neue Prospektpflicht nach § 8 f Abs. 1 VerkprospG darauf abgestellt wird, dass „nicht bereits nach anderen Vorschriften eine Prospektpflicht besteht“. Das lässt immer noch offen, ob hier nicht lediglich die Prospektpflicht durch § 8 f Abs. 1 VerkprospG dem Grunde nach ausgelöst wird. Dann würde die bereits durch andere Vorschriften notwendige Prospektierung an dem Prospektinhalt nach § 8 g VerkprospG gemessen werden können.²⁶

Forderungen:

1. Der Anwendungsbereich von § 8 f Abs. 1 VerkprospG-Entw. muss klargestellt werden, insbesondere in der Anwendung auf geschlossene Immobilienfonds.
2. Es muss zumindest in der Begründung verdeutlicht werden, dass die Prospektinhalte nach § 8 g VerkprospG-Entw. nicht eingreifen, wenn bereits aufgrund einer anderen Vorschrift eine Prospektpflicht besteht.

5. Befreiung von Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds (§ 8 f Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG-Entw.) und Kreditinstituten (§ 8 f Satz 2 Nr. 7 VerkprospG-Entw.) von der Prospektierungspflicht

Es wird jeweils in den Begründungen zur Stelle damit argumentiert, dass diese Emittenten bereits einer behördlichen Aufsicht unterliegen. Diese umfasst jedoch lediglich die Organisation und die Risikensicherung bei den risikobehafteten Aktiva-Kapitalanlageangeboten, auch für solche nach § 8 f Abs. 1 VerkprospG-Entw., weisen bei diesen institutionellen Anlegern

²⁶ Vgl. zur Haftung aus derartig diffusen Schutzwirkungen Richardson, Diffusing Environmental Regulation through the Financial Services Sector; Reformes in the EU and other Jurisdiction MY 3/2003 s. 233 (S. 238 f.).

häufig die Besonderheit auf, nicht bilanziert zu werden (off balance sheet items) und auch nicht im Handelsbuch zu erscheinen. Sollte die organisatorische und risikenadjustierte Beaufsichtigung dennoch als Begründung dafür ausreichen, dass eine Prospektverpflichtung dieser Anbieter nicht vonnöten ist, so würde das darauf hinauslaufen, dass die neue Prospektierungspflicht für „andere“ Vermögensanlagen als Wertpapiere vor allem die Bonität der Anbieter sicherstellen soll. Das ist insofern verfehlt, als im Gesetzespaket zum AnSVG neben einem verbesserten Anlegerschutz auch eine vermehrte Transparenz von Kapitalanlageangeboten bewirkt werden soll. Die Ausnahme von der Prospektierungspflicht würde zugleich bedeuten, dass diese Anbieter zum einen bei der Planung der Platzierung ihrer Kapitalanlagen gegenüber anderen bevorteilt wären. Zum anderen würde sie auch die Haftung bei fehlenden Prospekten nach § 13 a VerkprospG-Entw. nicht treffen, wenn eine gesamtschuldnerische Haftung von Emittenten und Anbietern nach § 13 a Abs. 1 Satz 1 VerkprospG-Entw. festgestellt wird.

Die Ausnahmen nach § 8 f Abs. 2 Nr. 2 und Nr. 7 VerkprospG-Entw. würde hinsichtlich der zivilrechtlichen Haftung gegenüber anderen Anbietern zu erheblichen Unterschieden führen. Denn bis heute bestehen die Grundlagen der Prospekthaftung im Privatrecht auch nach dem Eingeständnis des BGH, der dieses richterrechtlich vorwärts getrieben hat,²⁷ auf der schwankenden Rechtsgrundlage quasi-vertraglicher Ansprüche zwischen Vertragsrecht und Deliktrecht.²⁸ Insbesondere hängen die Tatbestandsvoraussetzungen für die Haftung ohne eine spezielle gesetzliche Regelung vertrauenstheoretisch von der Intensität der Beratungen und des persönlichen Kontakts - unabhängig von einem vorgelegten Prospekt - ab.²⁹ Dies betrifft u. a. die Verjährung von Ansprüchen aus Prospekthaftung. Sofern Haftungstatbestände hingegen spezialgesetzlich geregelt werden, gilt für Verschulden und Haftung ein einheitlicher Maßstab.³⁰

Die behördliche Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und Banken sagt über die Bewertbarkeit der Angebote durch die Anleger nichts aus. Die Ausnahmen sind umso unverständlicher, als der Anwendungsbereich der Prospektspflichten in § 8 f Abs. 1 2. Halbsatz VerkprospG-Entw. allein auf den Anbieter abstellt, nicht auf den Emittenten. Dadurch, dass jetzt für andere Anbieter als die in § 8 f Satz 2 Nr. 2 VerkprospG-Entw. genannten eine spezialgesetzliche Regelung zur Prospektierungspflicht und zu den Prospektierungsinhalten geschaffen wird, würde sogar der bisherige Ansatz, die wichtigsten institutionellen Anbieter in die zivilrechtliche Haftung für fehlerhafte Angaben in Kapitalanlagen zu

²⁷ Vgl. etwa BGH Z 77 S. 172 (S. 177).

²⁸ Vgl. Möllers, Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch ZBB 6/03 S. 390 (S. 397 ff.).

²⁹ Vgl. dazu Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts 2. Aufl. München 1997 § 7 Prospekthaftung Rdn. 30.

³⁰ Vgl. ebd. S. 403 f. für Ad hoc-Mitteilungen

bringen, so gut wie leer laufen. Denn das vom BGH mithilfe der Rechtsfigur culpa in contrahendo aufgestellte typisierte Vertrauen müsste auf die üblichen Vertriebswege dieser Anbieter bezogen werden.³¹ Deshalb ist es nicht einzusehen, warum Anbieter in einem Markt spezialgesetzlichen Prospekthaftungsbestimmungen unterliegen sollen und andere nicht.³²

Forderungen: Die Ausnahmen von der Prospektpflicht nach § 8 f Abs. 2 Nr. 2 und Nr. 7 VerkprospG-Entw. sollten aufgehoben werden.

6. Gestattung der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts für Vermögensanlagen durch die BAFin (§ 8 e Abs. 2 VerkprospG-Entw.)

Nach § 8 e Abs. 2 VerkprospG-Entw. ist zur Veröffentlichung des nach neuem Recht zu fordernden Verkaufsprospekts die Gestattung durch die BAFin erforderlich. Entscheidend ist, dass in § 8 e Abs. 2 Satz 2 VerkprospG-Entw. zum einen die Frist der Gestattung von 20 Werktagen festgelegt wird, zum anderen jedoch eine fiktionale Gestattung nach dem Fristablauf, anders als im Referentenentwurf, nicht mehr vorgesehen ist. Dass gegenüber der Gestattungsregelung nach § 8 a VerkprospG für Wertpapierunternehmen die Genehmigungsfiktion nicht gewährt wird, dass das neu von der Prospektierungspflicht erfasste Marktsegment für Kapitalanlagen weniger standardisiert sei als Verkaufsprospekte im Wertpapierbereich. Außerdem sollen bei den Verkaufsprospekten nach § 8 a VerkprospG die dort regelmäßig zeichnenden institutionellen Anbieter anscheinend für eine größere Gewähr bei der Prospektrichtigkeit sorgen als dies bei den Anbietern im „grauen Kapitalmarkt“ der Fall sein dürfte.

Abgesehen davon, dass gerade die institutionellen Anbieter sich hinsichtlich der Prospektierung im Bereich von Unternehmensbeteiligungen, Treuhandgestaltungen und bei geschlossenen Immobilienfonds hinsichtlich des - von BAFin nicht zu prüfenden - wirtschaftlichen Gehalts der Prospekte nicht hervorgetan haben, ist insgesamt zu bestreiten, dass Verkaufsprospekte für die Kapitalanlagen, die nach § 8 f Abs. 1 VerkprospG angeboten werden, weniger standardisiert sind als Verkaufsprospekte für Wertpapieranlagen. Im Gegenteil liegt hier eine sehr viel höhere Standardisierung vor, weil die meisten der Beteiligungen E-Objekt-

³¹ Vgl. zur BGH-Rechtsprechung Möllers, Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch, Anm. 72 ZBB 6/03 S. 390 ff. (S. 397).

³² Vgl. dazu Coing, Haftung aus Prospektwerbung für Kapitalanlagen in der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs WM 1980 S. 206 ff. pass..

Anlagen betreffen und die Wirtschaftsprüfer, die die Zertifizierung übernehmen, auf eine hohe Einheitlichkeit der Prospektgliederungen bei den verschiedenen Anbietern achten.

Die Regelung in § 8 e Abs. 1 Satz 2 VerkprospG-Entw. unterminiert die Möglichkeit für Anbieter und Emittenten, die Platzierung der erfassten Gewinnanlagen einigermaßen zuverlässig zu planen. Dadurch wird es ihnen unmöglich gemacht, Platzierungsgarantien preisgünstig abzuschließen und Optionen über Transaktionen einzugehen. Vor einem sechsmonatigen Ablauf kann auch nicht auf Verfahrenseröffnung vor einem Verwaltungsgericht geklagt werden.

Forderungen: Sofern wegen personaler Engpässe beim BAFin die Frist von 20 Werktagen bestehen bleibt, sollte jedoch auf jeden Fall die Rechtstechnik von § 8 a VerkprospG auch für § 8 e Abs. 2 VerkprospG-Entw. genutzt werden.

7. Prospektinhalt (§ 8 g VerkprospG-Entw.)

Abweichend von § 19 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 KaGG bzw. § 42 Abs. 3 Nr. 4 InvG wird in § 8 g Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG gefordert, dass der Prospekt enthält

- Beschreibung der angebotenen Vermögensanlage;
- ihre Hauptmerkmale;
- die Anlagepolitik.

Diese Kriterien können bei den Fällen die neu erfassten Vermögensanlagen dominierenden einer Objektanlagegesellschaft gar nicht eingehalten. Dazu stellen wie unter § 8 g Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG-Entw. vielmehr auf eine ausreichende wirtschaftliche und steuerliche Information der Kapitalanleger. Dadurch würde zudem erleichtert, bereits entwickelte Standards, etwa die IDW-Standards für geschlossene Immobilienfonds, zu verwenden.

Das Kriterium, wonach der Prospekt auch die Geschäftsaussichten des Emittenten beinhalten muss, zeigt, dass keine richtige Vorstellung von der Kontur der von der Prospektspflicht betroffenen Kapitalanlagen vorherrscht. Denn dieses Kriterium ist aus Art. 5 Abs. 1 der europäischen Richtlinie über Wertpapierprospekte (2003/71/EG vom 4. November 2003) übernommen worden. Bei den Finanzinstrumenten, die jetzt neu in die Prospektspflicht hineingezogen werden, ist jedoch der „Emittent“ in der Regel der Initiator, während sich die wirtschaftlichen Sachverhalte nach der Qualität des Projektes richten.


Forderungen: § 8 g Abs. 2 Nr. 2 VerkprospG sollte lauten:

„eine ausreichend wirtschaftliche und steuerliche Beschreibung der angebotenen Vermögensanlagen“.

Berlin, 15. Juni 2004



Dr. Günter Haber
- Hauptgeschäftsführer-



Dr. Harm Carls
- Referent für Grundsatzfragen -