

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss

11011 Berlin

23. April 2021

**Stellungnahme der
BMI/Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner
zum Gesetzentwurf der Bundesregierung
Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes
BT-Drucksache 19/28166**

Sehr geehrte Damen und Herren,

zum Gesetzentwurf möchten wir wie folgt Stellung nehmen:

1. Zusammenfassende Vorbemerkung:

- Ziel des Gesetzgebungsverfahrens sollte eine weitere Konvergenz des Vermögensanlagengesetzes mit dem KAGB sein, um das Regulierungsgefälle zwischen beiden Bereichen zu vermindern. Von Vermögensanlagenemittenten in der BMI wird dies in der Praxis schon weitgehend vorweggenommen durch die seit längerem erfolgende Konzeption von Angeboten mit unabhängiger Mittelverwendungskontrolle. Diesem Aspekt wird der vorliegende Entwurf überwiegend gerecht, indem der übrige Markt auf diesen, von BMI-Mitgliedern gesetzten Standard, gehoben wird.

- Ziel sollte es jedoch weiterhin unbedingt sein, das Vermögensanlagengesetz als regulatorischen Rahmen z. B. für die Konzeption von Produkten zu erhalten, die direkt in Erneuerbare Energien, Wohnungsbau, Logistik sowie sonstige für die Volkswirtschaft relevanten Sachwerte investieren. **Dieses zentrale Ziel gefährdet der vorliegende Entwurf durch das pauschale Blind-Pool-Verbot.**



Insbesondere aus Sicht des Anlegerschutzes geht das im Entwurf vorgesehene pauschale Blind-Pool-Verbot ins Leere. Dieses würde vor allem für Verbraucher nützliche Angebote und sinnvolle Anlageoptionen vom Markt verbannen.

Hierfür sind 3 Aspekte verantwortlich:

- 1.1 Für ein pauschales Blind-Pool-Verbot bei Vermögensanlagen besteht in dieser Form keine Begründung oder ein Erfordernis
- 1.2 Das Blind-Pool-Verbot ist im Entwurf verbraucherfeindlich umgesetzt, da Vermögensanlagen künftig nicht mehr diversifiziert angeboten werden können und damit künftig ‚per Gesetz‘ Klumpenrisiken aufweisen
- 1.3 Eine Verlagerung der Investitionstätigkeit ins KAGB ist für die meisten Emittenten von Vermögensanlagen z. B. im Bereich Erneuerbare Energien keine Option

Zu 1.1)

Der Fall P&R, der u. a. Anlass für den vorliegenden Gesetzentwurf war, war kein Blind-Pool in Sinn des Gesetzentwurfs. Ebenso wenig war dies die GPG/German Property Group (Dolphin) oder gar Wirecard. Beiden erstgenannten Fällen (P&R sowie GPG) ist gemein, dass die geplanten Investitionen ausführlich beschrieben wurden, aber nicht umgesetzt wurden. Hintergrund war also keineswegs ein Blind-Pool-Charakter, sondern der Umstand, dass beide Unternehmen zum damaligen Zeitpunkt (noch) nicht unter den Anwendungsbereich des Vermögensanlagen-gesetzes fielen bzw. die BaFin ggf. nicht oder zu spät intervenierte.

Insbesondere gibt es keinen empirischen Beleg oder sonstige Evidenz, dass Blind-Pools für Privatanleger prinzipiell schädlich oder ungeeignet sind. Im Gegenteil: So haben bspw. alle offenen Investmentfonds Blind-Pool-Charakter. Es gab und gibt aber auch sehr viele erfolgreiche und sinnvolle Investitionen, die mit Vermögensanlagen als Blind-Pool aufgelegt wurden. Ein BMI-Mitgliedsunternehmen hat bspw. mit Vermögensanlagen, die als Blind-Pool konzipiert wurden, bereits seit Ende 2008 den Impfstoffhersteller **BioNTech** erfolgreich finanziert. Darüber hinaus gibt es im Bereich der Erneuerbaren Energien, des Wohnungsbaus sowie der Logistik und des Zweitmarkts Unternehmen, die vorwiegend im Bereich der Vermögensanlagen tätig sind.

In einer breit angelegten Marktuntersuchung hat ‚kapital-markt intern‘ im vergangenen Jahr Vermögensanlagen untersucht und dabei belegen können, dass diese auch als Blind-Pools für Privatanleger rentabel sind. Sowohl die durchschnittlichen obligatorischen Mindestzeichnungssummen ab 10.000 € als auch die durchschnittlichen tatsächlichen Zeichnungssummen mit nahezu 29.000 € belegen, dass Vermögensanlagen nicht von typischen Kleinanlegern gezeichnet werden. Über 95 % der betrachteten Vermögensanlagen in dieser Untersuchung investieren **zudem nach festgelegten Investitionskriterien**, so dass von Blind-Pools keineswegs eine Beeinträchtigung des Anlegerschutzes ausgeht.

Zu 1.2)

Die Definition eines ‚Blind-Pools‘ im Entwurf ist fragwürdig und damit für die Verwaltungspraxis der BaFin schwer zu handhaben: Insbesondere die Definition eines ‚Semi-Blind-Pools‘ bleibt im Entwurf unklar: In der Kapitalanlage-Praxis sind damit normalerweise Angebote mit Initialportfolio gemeint, in der also schon ein Teil der Investitionen feststeht (s. auch Wikipedia-Artikel zu ‚Geschlossene Fonds‘, https://de.wikipedia.org/wiki/Geschlossener_Fonds)

Im Gesetzentwurf werden „Semi-Blindpool-Konstruktionen“ dagegen abweichend von der allgemeinen Definition wie folgt definiert: *„Diese kennzeichnen sich dadurch, dass zwar die Branche, in die investiert werden soll, feststeht, nicht aber das konkrete Anlageobjekt.“* (BT-Drs. 19/28166, S. 26)

Diese Begriffsverwirrung bzw. ungenaue Verwendung der Begriffe im Entwurf zeigt bereits, dass der Gesetzentwurf in dieser Form sein Ziel verfehlen bzw. darüber hinaus schießen wird: Nicht die Angebote sind das Problem, die nach Prospektaufgabe investieren, sondern die verbleibenden ‚Blind-Pools‘ ohne Investitionskriterien!

Salopp gesprochen wird mit einem solchen undifferenzierten **Blind-Pool-Verbot** ohne sachliche Erfordernis mit der Schrotflinte auf viele sinnvolle Produkte geschossen. Privatanlegern werden Anlage-Optionen genommen und die Verwaltungspraxis der BaFin erschwert.

Das Ziel des Entwurfs, die *„Bedeutung des Verkaufsprospekts“* mit größerer *„Angabentiefe“* zu stärken (vgl. BT-Drs. 19/28166, S. 26), wird ebenfalls verfehlt: Die prohibitive Wirkung des Blind-Pool-Verbots wird **unerwünschte Ausweichbewegungen** in den unregulierten bzw.

prospektfreien Bereich des Crowdinvestings, der grundschuldbesicherten Darlehen sowie sonstiger Prospekt-Ausnahmen hervorrufen.

Damit ist zwangsläufig ein weiterer kontraproduktiver Effekt für den Anlegerschutz verbunden:

Die verbleibenden prospektpflichtigen Angebote im Vermögensanlagegesetz nach der Einführung eines Blind-Pools-Verbots würden nahezu ausschließlich ein **Klumpenrisiko** aufweisen.

Blind-Pool-Charakteristik und Klumpenrisiko verhalten sich in der Praxis der Kapitalanlage wie ‚kommunizierende Röhren‘: Je mehr man versucht, ein Blind-Pool-Risiko zu vermeiden, desto mehr muss man auf Diversifikation verzichten und ein sog. ‚Klumpenrisiko‘ in Kauf nehmen.

Nach Einführung eines Blind-Pool-Verbots für Vermögensanlagen lassen sich solche Angebote faktisch nur noch als ‚Single-Asset-Strategien‘ umsetzen: Der Zeit- und Kosten-Aufwand für Konzeption, Prospektierung und Vorfinanzierung von diversifizierten Angeboten sowie deren Platzierungsrisiko zu Lasten der Anleger ist in der Praxis zu hoch!

Zu 1.3)

Der Gesetzentwurf räumt den in Punkt 2 beschriebenen Sachverhalt sogar selbst ein, indem man lapidar darauf verweist, dass Produkte mit Diversifikation einfach ins KAGB ‚umziehen‘ sollen:

„Um mit im Einzelnen noch nicht feststehenden, unter Umständen breit gestreuten Anlageobjekten Erträge zu erzielen, stehen Fonds zur Verfügung.“ (vgl. BT-Drs. 19/28166, S. 1)

Damit impliziert man selbst, dass diversifizierte Produkte künftig im Rahmen des Vermögensanlagegesetzes nicht mehr wie bisher möglich sind. Dieser Verweis u. a. in der Begründung des Gesetzentwurfs, dass diversifizierte Blind-Pool-Angebote pauschal in den Bereich des KAGB ausweichen sollten, ist nicht zielführend bzw. wenig praktikabel: Zum einen ist dies für Vermögensanlagen-Anbieter und -Emittenten mit stark operativ geprägtem Hintergrund, z. B. im Bereich der Erneuerbaren Energien, die ebenfalls eine hohe Spezialisierung auch aus Kostengründen nicht ohne weiteres möglich. Die Gründung einer KVG sowie die Anbindung einer sog. Service-KVG verlangt enormen Zeitaufwand und Kapitaleinsatz. Insbesondere in der im Gesetzentwurf vorgesehenen zu kurzen Übergangsfrist von maximal 9 Monaten ist dies kein realistisches Szenario

Darüber hinaus gibt es auch anlagenklassenspezifische Gründe, warum sich bestimmte Investitionsstrategien nicht einfach im KAGB reproduzieren lassen. So sind Angebote für direkte In-

vestitionen in Erneuerbare Energien in Deutschland im KAGB bislang kaum vertreten. Das KAGB sieht zudem weitere Einschränkungen für bestimmte Vermögensgegenstände vor.

Fazit:

Die Einführung einer verpflichtenden Mittelverwendungskontrolle ist sinnvoll. Es ist jetzt aber schon der Fall, dass Unternehmen in diesem Markt im Bereich der Vermögensanlagen bereits freiwillig eine solche unabhängige Mittelverwendungskontrolle bei ihren Angeboten implementiert haben. Durch die gesetzliche Vorschrift werden jetzt die richtigen Lehren aus P&R gezogen. Die gilt ebenso für das Verbot des Eigenvertriebs, die erweiterten Befugnisse der BaFin sowie die Beendigung der Gültigkeit von veralteten, zeitlich unbegrenzt gültigen Verkaufsprospekten.

Das geplante pauschale Blind-Pool-Verbot macht alle diese gesetzgeberischen Fortschritte und sinnvollen Maßnahmen allerdings wie oben ausgeführt zunichte.

Wir haben als BMI aus der Praxis einen Alternativvorschlag vorgelegt, der die Intention des Gesetzgebers weitaus zielgerichteter umsetzt. **Unser Vorschlag versetzt die BaFin zielgenau in die Lage und eröffnet dieser die gesetzliche Handhabe**, die verbleibenden ‚Blind-Pools‘ **ohne Investitionskriterien** nicht zum Angebot zuzulassen und ohne hierbei schädliche Nebenwirkungen zu erzeugen. Hierzu haben wir ebenfalls eine Änderung bzw. Verschärfung des **Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung/VermVerkProspV** vorgeschlagen, die sich ohne Verzögerung des Gesetzgebungsverfahrens insgesamt umsetzen ließe.

Weiterhin ist die Inkohärenz der Übergangfristen in Nr. 22 bzw. § 32 VermAnlG zu korrigieren.

2. Im Einzelnen:

Die geplanten Regulierungsmaßnahmen im Bereich der Vermögensanlagen sollten sich nicht allein von den Vorgängen um den Einzelemittenten P&R ableiten, sondern den Gesamtmarkt im Blick behalten: Die durch den Fall ‚P&R‘ zutage getretenen Defizite bei der Mittelverwendungskontrolle werden durch die Maßnahmen des Entwurfs richtigerweise adressiert. In diesem Zusammenhang ist allerdings zu betonen, dass der Fall ‚P&R‘ einige für den Markt der Vermögensanlagen untypische Besonderheiten aufweist, so dass P&R kein Indikator für die Effizienz der bisherigen Regulierung von Vermögensanlagen ist: P&R war ca. 40 Jahre am Markt tätig, davon nur das letzte Jahr – 2017/2018 – mit Vermögensanlagen nach VermAnlG. Trotz vorab erkennbarer Plausibilitätsdefizite hat die BaFin im Zeitraum 2017 bis Anfang 2018

noch fünf Angebote von P&R gebilligt. Das Vermögensanlagengesetz hat der BaFin dabei bereits in seiner jetzigen Fassung die notwendigen Kompetenzen erteilt, um – wie richtigerweise bei dem sechsten geplanten Angebot von P&R erfolgt – ein Angebot der Vermögensanlage zu untersagen. Eine besondere Dringlichkeit für die Umsetzung der im Gesetzentwurf skizzierten Maßnahmen besteht aus unserer Sicht auch deshalb nicht, da aktuell mehrere größere Anbieter von Vermögensanlagen bzw. Daueremittenten bereits dazu übergegangen sind, Angebote mit externer Mittelverwendungskontrolle im Wege der Selbstverpflichtung zu emittieren. Unabhängig davon befürworten wir die mit diesem Gesetzentwurf verbundene Intention, u. a. der BaFin bei der Billigung von Angeboten einen größeren Ermessensspielraum zu geben, um Angebote, bei denen begründete Zweifel an einer gesetzeskonformen Mittelverwendung bestehen, nicht zum öffentlichen Angebot zuzulassen.

Hinzuzufügen ist zudem, dass der Markt für Vermögensanlagen insgesamt **keine** grundlegenden oder strukturellen Defizite aufweist. Eine von 'kapital-markt intern' durchgeführte Studie vom Mai 2020 (s. Anlage), die 92 Vermögensanlagen mit einem Anlegerkapital von ca. 1,9 Mrd. € untersuchte, hat ergeben, dass die aktuellen Angebote der etablierten Anbieter in diesem Markt weder besonders riskant sind noch sich primär an Kleinanleger richten:

https://www.kapital-markt-intern.de/fileadmin/KMI/Dokumente/KMI_Studie_VA_final_web.pdf

So lag die durchschnittliche Mindestzeichnungssumme in der Untersuchung bei Publikumsangeboten bei über € 28.821! Das **Kleinanlegerschutzgesetz** aus 2015 hat somit seinen Regulierungszweck erreicht, nämlich dass Angebote mit kleinen Zeichnungssummen, die besonders per öffentlicher Werbung und Direktvertrieb abgesetzt wurden, keine Bedeutung mehr im regulierten Markt der Vermögensanlagen haben.

Vor diesem Hintergrund ist das im Entwurf vorgesehene kategorische Blind-Pool-Verbot u. E. zu strikt und kontraproduktiv: Dies würde dazu führen, dass künftig Vermögensanlagen voraussichtlich nur noch ohne Diversifizierung als Single-Asset-Angebote konzipiert werden (können), aufgrund der damit entfallenden Risikoverteilung über mehrere Assets mit nachteiligen Folgen für Anleger. Die mit der Investition in Einzel-Vermögenswerte einhergehende fehlende Risikostreuung würde dem Ziel des Anlegerschutzes **zuwiderlaufen** und Anlegern den Schutz einer Diversifikation entziehen. Im Bereich des Vermögensanlagengesetzes erfolgen viele diversifizierte Emissionen in volkswirtschaftlich nachhaltigen Sektoren wie **Erneuerbare Energien** und **Wohnimmobilien** oder in den für Anleger wichtigen **Zweitmarkt** u. a. als Semi-

Blind-Pool. Diese Investitionen würden mit dem Blind-Pool-Verbot faktisch unmöglich und verboten. Ein Blind-Pool-Verbot ist daher nicht geeignet, größeren Anlegerschutz zu gewährleisten.

Ebenfalls nicht zielführend ist aus unserer Sicht, dass mit den im Entwurf geplanten Regelungen zum kategorischen Blind-Pool-Verbot **das Regulierungsgefälle zu Crowdinvestments** noch weiter auseinanderklaffen würde: Denn letztere mit teils riskanten Einzel-Immobilien-Projektfinanzierungen im Klumpenrisiko wären auch ohne Prospektpflicht weiterhin möglich, während breit diversifizierte Vermögensanlagen mit ausführlichem Prospekt, die eine höhere Sicherheit und Transparenz gewährleisten, verboten würden! Dies würde zu einer regulatorischen Inkohärenz in diesem Bereich führen.

Die Pleite des Anbieters von Container-Direktinvestmentangeboten ‚P&R‘ geht nicht auf einen etwaigen Blind-Pool-Status zurück, sondern auf mit hoher krimineller Energie betriebene betrügerische Aktivitäten der handelnden Personen zurück in Kombination mit einer jahrzehntelang vollkommen fehlenden Aufsicht. Erst ab dem Jahr 2017 – ein Jahr vor der Insolvenz – musste P&R Verkaufsprospekte aufstellen. Zu diesem Zeitpunkt war der Betrug bereits weit fortgeschritten, wie man sogar anhand der in den Verkaufsprospekten dargestellten Zahlen erahnen konnte. Tatsächlich hätte bei P&R bereits eine konsequente Anwendung der vorhandenen Regelungen auf die faktisch unvollständigen und inkohärenten Verkaufsprospekte von P&R die Einsammlung weiterer Anlegergelder verhindert.

Insgesamt stellt die Emission von Blind-Pools an sich kein grundsätzliches Manko dar, sofern entsprechend wirksame Investitionskriterien für das jeweilige Angebot verankert sind. Dies belegt auch die bereits angesprochene und im Mai 2020 durchgeführte Studie im Bereich der Vermögensanlagen, bei der Emissionen mit einem Zeichnungsvolumen von 1,892 Mrd. € über einen mehrjährigen Zeitraum betrachtet wurden: Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote Semi-Blind-Pools im Sinne des vorliegenden Entwurfs, die allerdings nahezu ausschließlich nach festen Investitionskriterien investieren und für die Anleger rentabel sind. Dies dokumentiert, dass der ‚Blind-Pool‘ ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein ‚Manko‘ darstellt. Eine empirische Evidenz, dass Blind-Pools für Publikumsangebote ungeeignet sind, die der vorliegende Entwurf aus nicht näher nachvollziehbaren Gründen implizit annimmt, liegt damit nicht vor!

Der Blind-Pool an sich ist daher nicht das Problem, sondern vielmehr fehlende oder ungenügende Investitionskriterien. **Daher regen wir nachdrücklich an, wenn im vorliegenden Gesetzgebungsverfahren anstatt eines pauschalen Blind-Pool-Verbots der BaFin die gesetzlichen Mittel an die Hand gegeben werden, um Privatkunden-Emissionen im Bereich der Vermögensanlagen, die keine hinreichenden und strikt zu definierenden Investitionskriterien aufweisen, im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis besser und effektiver unterbinden zu können.** Der Verweis u. a. in der Begründung des Entwurfs, dass diversifizierte Blind-Pool-Angebote pauschal in den Bereich des KAGB ausweichen sollten (s. S. 1 des vorliegenden Gesetzentwurfs), ist nicht zielführend bzw. wenig praktikabel:

- Erstens ist dies für Vermögensanlagen-Anbieter und -Emittenten mit stark operativ geprägtem Hintergrund auch aus Kostengründen nicht ohne weiteres möglich. Letztlich müssten die höheren Kosten auf die Anleger umgelegt oder deren Rendite entsprechend vermindert werden.
- Zweitens bietet die höhere Reaktionsgeschwindigkeit im Bereich der Vermögensanlagen deutliche Vorteile beim Erwerb attraktiver Investitionsgegenstände z. B. im Bereich der Erneuerbaren Energien.
- Drittens bietet der Bereich der Vermögensanlagen strukturelle Vorteile, die auch die Zusammenfassung kleinteiliger Assets wie z. B. von Zweitmarktanteilen möglich machen.
- Viertens würde es für die ‚verbleibenden‘ Angebote nach Vermögensanlagengesetz einen deutlichen Verlust der konzeptionellen Diversifikation bedeuten.

So hat die Konzeption und Emission von diversifizierten Angeboten unter dem Vermögensanlagengesetz Gründe, die aus der spezifischen Anlageklasse und Investitionsstrategie herrühren:

Erneuerbare Energien (Deutschland): U. a. durch fortwährende Anpassungen des Rechtsrahmens im EEG (Erneuerbare-Energien-Gesetz) sind Investitionen inzwischen dort eher margenschwach. Dies ist zum einen natürlich im Sinn der Strom- und Energiekunden, um Preisstabilität zu gewährleisten. Zum anderen führt dies mit der Knappheit von verfügbaren Anlageobjekten durch Ausschreibungsverfahren etc. dazu, dass sich für die meisten Anbieter in diesem Segment die Unterhaltung einer KVG für das Privatkundengeschäft nicht rentieren würde.

Zweitmarkt: Der Gesetzgeber selbst hat durch die Vorgaben des § 261 Abs. 1 Nr. 5 KAGB die Emission von Zweitmarktfonds unter dem KAGB deutlich erschwert, da Pub-

likums-AIF grds. keine Altfonds nach VermAnlG erwerben dürfen (vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders, WBA/Paul KAGB § 261 Rn. 10). Im KAGB resultiert daraus bei Zweitmarktinvestitionen der Zwang zur doppelstöckigen Struktur (Publikums-AIF als Kapitalsammelstelle investiert in Spezial-AIF als Investitionsvehikel), was zusätzliche Kosten verursacht. Gleichzeitig führt die zeitliche Begrenzung der Investitionsphase nach dem KAGB zu einem reduzierten Volumen und damit zu einer reduzierten Risikostreuung des Investitionsvehikels bspw. im Vergleich zu einem nach dem Vermögensanlagegesetz aufgelegten Daueremittenten.

Immobilien/alternative Finanzierung von Wohnungsbauvorhaben: Da die in diesem Bereich vergebenen Finanzierungen formal in bestimmten Fällen keine zulässigen Vermögensgegenstände gemäß § 261 Abs. 1 KAGB darstellen, sind auch langjährig erfolgreiche Investitionsstrategien in diesem Bereich mit den Regelungen für geschlossene Publikums-AIF nicht durchweg kompatibel.

Immobilien/Erwerb und Entwicklung von Gewerbeimmobilien sowie Projektentwicklungen: Diese aktive Strategie verlangt unternehmerische Flexibilität und ist mit Vermögensanlagen sinnvoll umsetzbar. Die Anbieter sind nicht nur durch die Auswahl der Objekte, sondern auch durch deren Planung und Entwicklung (u.a. Neuerrichtungen, Sanierungen und Umbauten) unternehmerisch tätig. Das Investment unterscheidet sich daher von AIF, die eher eine passive Investitionsstrategie verfolgen und oft nicht selbst unternehmerisch tätig sind. Die regulatorischen Anforderungen an AIF (wie jährliche Bewertung der Assets durch qualifizierte Sachverständige, Risikomanagement für alle Gesellschaften, etc.) sind für unternehmerisch tätige Investments keine geeigneten Bezugs- oder Kontrollpunkte, da sich durch die Tätigkeit der Gegenstand des Investments – auch trotz festgeschriebener Investitionskriterien – fortlaufend ändert. Ein Blind-Pool-Verbot würde z. B. bedingen, dass die Anlageobjekte bereits vor Billigung und öffentlichem Angebot zur Verfügung stehen müssen. Zu diesem Zeitpunkt steht i. d. R. weder ein Kaufvertrag noch die Finanzierung zur Verfügung, Verkäufer würden sich am Markt regelmäßig nicht zum Verkauf des Anlageobjekts bereitfinden. Eine Ausnahme gilt nur dann, wenn ein Ausfallkäufer zur Verfügung steht, der eintritt, sollte die Einwerbung von Kapital scheitern. Dies verursacht zusätzliche Kosten und Nachteile für die Anleger, denen kein Nutzen gegenübersteht, was nicht das Interesse des Gesetzgebers sein kann.

Container/Logistik: Administrative und regulatorische Probleme bei Container-AIF: Container stellen eine sehr kleinteilige Investition dar (zigtausende einzelner Assets, die bei Gebrauchtcontainerflotten täglich in geringen Mengen wieder in den Zweitmarkt verkauft werden). Dies ist eigentlich eine große Stärke von Containerinvestitionen, aber bezogen auf AIF resultiert hieraus das Problem, dass der administrative Aufwand für eine Verwahrstelle hoch (und damit teuer) ist. Aus diesem Grund werden AIF für Container üblicherweise nicht als Container-AIF, sondern als Private Equity-AIF strukturiert. Grundsätzlich erfordern AIF eine deutlich größere Mindestinvestition als Vermögensanlagen, damit sich der höhere laufende Aufwand trägt. Dies gilt in besonderem Maße für Container-AIF.

Vermögensanlagen haben daher in bestimmten Anlageklassen und Konstellationen eine wichtige Funktion bei der sinnvollen Strukturierung von Investitionen für Privatanleger und können nicht ohne weiteres durch AIF ersetzt werden.

Auch aus rechtssystematischen Gründen bzw. den damit verbundenen Problemen, einen Blind-Pool oder einen ‚Semi-Blind-Pool‘ rechtssicher zu definieren und damit zu identifizieren, schlagen wir vor, bei der Behandlung von Blind-Pools **eine analoge Regelung zum KAGB** vorzusehen, die sich an dem Vorliegen von **konkreten Investitionskriterien** orientiert und damit auch der regulatorischen längerfristigen Konvergenz der Bereiche von Vermögensanlagen und AIF dient. Hierdurch könnte das Regulierungsziel, vereinzelt Angebote, bei denen Anleger gemäß der Konzeption der Angebote nicht genau wissen, woran sie sich beteiligen, zu verbannen, zielgerichteter erreicht werden. Der vorliegende Gesetzentwurf ist daher aus unserer Sicht in folgenden Punkten anzupassen:

3. Änderungsvorschläge:

3.1 Zu Artikel 1, Nr. 3, § 5b Abs. 2 VermAnlG-E

Gemäß dem neuen **§ 5b Abs. 2 VermAnlG-E** soll ein Verbot gelten für „*Vermögensanlagen, bei denen das Anlageobjekt zum Zeitpunkt der Erstellung des Verkaufsprospekts (...) nicht konkret bestimmt ist*“.

Die damit verbundene Definition eines Blind-Pools bzw. Semi-Blind-Pools ist jedoch aus unserer Sicht selbst nicht hinreichend konkret und genügt nicht dem Bestimmtheitsgebot für

Gesetzesvorschriften. Selbst unter Heranziehung der Ausführungen in der Gesetzesbegründung auf Seite 26 des Entwurfs verbleiben Unklarheiten und Abgrenzungsschwierigkeiten: Z. B. ist nicht hinreichend geklärt, ob bei einstöckigen „*Investitionen in sich selbst*“ dann ein erlaubter oder verbotener Semi-Blind-Pool vorliegt, wenn zusätzlich „*in andere, unbekannte Gegenstände*“ investiert wird (vgl. S. 26 des Gesetzentwurfs).

Die in dieser Form im Gesetzentwurf vorliegende Definition eines Blind-Pools bzw. Semi-Blind-Pools ist aus unserer Sicht nicht praktikabel und führt zu Auslegungsschwierigkeiten, da die Definition u. a. mit rekursiven Begriffen bzw. teilweise Zirkeldefinitionen operiert. Gleichzeitig bleibt bspw. unklar, wie eine am Markt übliche Bildung einer Liquiditätsreserve sich auf das Vorliegen eines Semi-Blind-Pools auswirkt, da vor bzw. während des öffentlichen Angebots i. d. R. noch nicht feststeht, wie diese Liquiditätsreserve letztendlich verwendet wird.

Aus diesem Grund empfehlen wir, sich grundsätzlich an der Systematik des KAGB zu orientieren: Gemäß KAGB gibt es für geschlossene Publikums-AIF, die hinsichtlich Fungibilität und Laufzeit grds. vergleichbar mit Vermögensanlagen sind, gemäß § 266 Abs. 2 Satz 2 kein Verbot von ‚Blind-Pools‘, sondern ein Verbot des „blind-poolings“ (Weitnauer/Boxberger/Anders, WBA/Paul KAGB § 266 Rn. 13). Dies ist nicht lediglich ein begrifflicher Unterschied, sondern ein grundsätzlich anderer und besserer und zudem bereits im KAGB gesetzlich definierter Ansatz, unerwünschte Gestaltungen zu verhindern, da er die spätere Auswahl von Vermögensgegenständen nach Prospektaufgabe nicht völlig verhindert, sondern an entsprechend hohe Voraussetzungen bzgl. der Investitionskriterien bindet. Der dazu im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis von der BaFin entwickelte und somit bereits vorhandene „**Kriterienkatalog zur Verhinderung von reinen Blindpool-Konstruktionen bei geschlossenen Publikums-AIF**“ hat sich in der Praxis bislang bewährt. Dies führt gleichzeitig zu höherer Rechtssicherheit der geplanten Vorschrift. So wird im Kriterienkatalog der BaFin bspw. auch auf die Behandlung einer Liquiditätsreserve eingegangen.

Um eine zum KAGB analoge und praxisnähere Regelung auch für Vermögensanlagen zu schaffen, empfehlen wir daher § 5b Abs. 2 VermAnIG-E wie folgt anzupassen:

„(2) Vermögensanlagen sind zum öffentlichen Angebot im Inland nur zugelassen, wenn in den Angaben im Verkaufsprospekt sowie im Gesellschaftsvertrag oder in Fällen des § 2a im Vermögensanlagen-Informationsblatt gemäß den Vorgaben von § 9 der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung/VermVerkProspV eindeutig bestimmt bzw.

bestimmbar ist, welche Anlageobjekte erworben werden oder in welche Anlageobjekte investiert wird.“

Anmerkung: Die Überprüfung des Erwerbsprozesses obliegt dem Mittelverwendungskontrolleur gemäß § 5c VermAnlG-E bzw. der BaFin im Rahmen ihrer Befugnisse zur Untersagung von öffentlichen Angeboten gemäß § 18 Abs. 1. Nr. 1 VermAnlG-E.

Gleichzeitig sollte § 9 der Vermögensanlagen-

Verkaufsprospektverordnung/VermVerkProspV u. a. nach Maßgabe des „Kriterienkatalogs zur Verhinderung von reinen Blindpool-Konstruktionen bei geschlossenen Publikums-AIF“ wie folgt angepasst werden, um die Konkretisierungspflicht um folgende Punkte zu erweitern:

- Angabe der Anlageklasse (z. B. Immobilien, Unternehmensbeteiligungen, Container usw.). Bei mehreren Anlageklassen ist die Verteilung der Investition auf diese Anlageklassen anzugeben innerhalb vorab festzulegender Bandbreiten
- Analog gilt dies für die regionale Verteilung von immobilien Vermögensgegenständen: Die Länder und ggf. internationalen Rechtskreise der Investitionen sind anzugeben
- Die maximale Laufzeit ist vorab festzulegen inkl. Verlängerungsoptionen
- Die Diversifikation, also die Anzahl von unterschiedlichen Anlageobjekten ist in festgelegten Bandbreiten anzugeben in Abhängigkeit des variablen Platzierungsvolumens
- Bei Immobilien ist die Nutzungsart, die regionale Verteilung sowie der Investitionsstil in festgelegten Bandbreiten anzugeben
- Analog gilt dies bei Investitionen in Erneuerbare Energien u. a. für die jeweilige Erzeugungsart, wobei hier die entsprechenden Vergütungsschemata anzugeben sind
- Bei mobilen Vermögensgegenständen wie Logistikequipment erfolgt eine detaillierte Beschreibung der Ausrüstungsgegenstände hinsichtlich Alter, Einsatzzwecks und Nutzung sowie der Vermietungsmodalitäten und Versicherungen. Die Investitionsbedingungen sollten Mindestwerte für bestimmte Renditekennzahlen vorsehen und die im Prospekt ausgewiesenen Prognoserechnungen sollten auf derartigen Mindestwerten basieren.

- Bei der Investition über Projekt-/ bzw. Objektgesellschaften sind Investitionsgrundsätze für die Vergabe von Finanzierungen an Projektgesellschaften darzustellen, u. a. ob bspw. die Vergabe von Darlehen ohne Nachrangabrede, die Vergabe von Nachrangdarlehen oder gesellschaftsrechtliche Beteiligungen an Projektgesellschaften vorgesehen ist.

Eine weitere Konkretisierung dieser Prospektangaben für Vermögensanlagen obliegt der BaFin im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis analog des „**Kriterienkatalogs zur Verhinderung von reinen Blindpool-Konstruktionen bei geschlossenen Publikums-AIF**“.

Der Vorteil dieser Vorgehensweise liegt auf der Hand: Negative Auswirkungen (Verlust von Diversifizierung; Ausweichbewegungen in den prospektfreien Bereich) würden vermeiden. Gleichzeitig findet eine doppelte Absicherung statt:

- Die BaFin ist gesetzlich befugt, nur Angebote zu billigen, die über feste Investitionskriterien verfügen und im Wege einer Prognoserechnung ‚kalkulierbar‘ sind.
- Der unabhängige Mittelverwendungskontrolleur gewährleistet, dass die Investitionen auch prospektkonform entsprechend den Investitionskriterien erfolgen.

3.2 Zu Artikel 1, Nr. 22, § 32 Abs. X (b) VermAnlG-E

Als Stichtag für die Übergangsregelung ist dort eine Frist von neun Monaten nach der Billigung des Verkaufsprospekts vorgesehen. Dies führt allerdings zu einer Ungleichbehandlung von Emissionen, die bereits früher gebilligt wurden und die für diese Billigung und den damit einsetzenden Zeitraum des öffentlichen Angebotes von 12 Monaten auch ihre Gebühr an die BaFin bezahlt haben. Eine ggf. erhebliche Verkürzung der Emissionsphase kann jedoch zu nachteiligen Auswirkungen für die bereits investierten Anleger führen. Angesichts der ohnehin auf 1 Jahr begrenzten Emissionsphase empfehlen wir daher eine für alle Emissionen gleiche Übergangsfrist von einem Jahr nach Inkrafttreten des Gesetzes. Dies würde insbesondere auch der vorgesehenen Frist in § 32 Abs. 1 VermAnlG von 12 Monaten zur Beendigung von älteren Angeboten entsprechen.

In § 32 Abs. 16 VermAnlG-E Satz 1 ist die entsprechende Formulierung daher wie folgt anzupassen „(...) bis zum [Datum des Inkrafttretens dieses Gesetzes gemäß Artikel 4 Absatz 1 + 12 Monate] weiterhin anzuwenden (...).“

Herzliche Grüße,
Ihre Koordinatoren der
Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner (BMI)

Dipl.-Kfm. Uwe Kremer

'kapital-markt intern'
- Chefredakteur -

Tel: 0211 6698 - 164
Fax: 0211 6698 - 777
E-Mail: kmi@kmi-verlag.de
www.kmi-verlag.de

Christian Prüßing M. A.
Finanzbetriebswirt (IWW)
'kapital-markt intern'
- Redaktionsleiter -

*Herausgeber: Dipl.-Ing. Günter Weber
Geschäftsführer: Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, RA Gerrit Weber, Dipl.-Ing. Günter Weber
Handelsregister: HRB 71651 AG Düsseldorf*



Studie über das Angebot und die Konzeption
von Vermögensanlagen und deren Ergebnisse
für die Anleger

Inhaltsverzeichnis

I	Zusammenfassung der Studienergebnisse	2
II	Einleitung – Vermögensanlagen: Legaldefinition, Markt und Untersuchungsgegenstand	4
	1 Vermögensanlagen: Gesetzliche Regulierung und Legaldefinition:	4
	2 Marktübersicht Vermögensanlagen	6
	3 Untersuchungsgegenstand und Methodik	6
III	Datenauswertung	7
	1 Stammdaten: Volumen, Anleger und Zeichnungssummen	7
	2 Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht	9
	3 Konzeption und Investition	10
	4 Kosten	12
IV	Ergebnisse der Vermögensanlagen aus Anlegersicht	13
	1 Aufgelöste Angebote:	13
	2 Laufende Angebote:	14
V	Reporting und Transparenz	15
VI	Fazit	16

I Zusammenfassung der Studienergebnisse

Das Wichtigste vorab auf einen Blick

Worum geht es: Die Studie umfasst **92 überwiegend gesetzlich regulierte¹ Angebote** (Vermögensanlagen und Direktinvestment) von **9 Daueremittenten** mit einem Zeichnungsvolumen von **1,89 Mrd. €** seit dem Jahr 2009.

Wer nimmt teil: Die Studie wurde erstellt von **kapital-markt intern** auf Grundlage der Angaben der Anbieter sowie eigener Erhebungen und Recherchen. Zu den teilnehmenden Anbietern gehören: **asuco Fonds GmbH, Deutsche Lichtmiete Unternehmensgruppe, Jäderberg & Cie., One Group GmbH, reconcept GmbH, Solvium Capital GmbH, Thamm & Partner GmbH, TSO Europe Funds, Inc., Wattner AG.**

Was wurde betrachtet: Es wurden die konzeptionellen **Merkmale** und **Ergebnisse** der Angebote erfasst und ausgewertet. Der **Stand** der Angaben bezieht sich auf den **30. November 2019**.

Damit handelt es sich um die **erste aussagefähige und mehrjährige Erhebung** über die Performance von Vermögensanlagen.

Die Ergebnisse in der Kurzzusammenfassung

Das Zeichnungsvolumen der betrachteten Angebote im engeren Untersuchungszeitraum von 2014 bis 2018 hat einen Anteil von im Durchschnitt 41 % am Gesamtmarkt, so dass eine **hinreichende Repräsentativität** und Aussagefähigkeit der Studie gegeben ist.

Kleinanleger gehören nicht zur klassischen Zielgruppe von Vermögensanlagen: Das durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger bereits bei Publikumsangeboten liegt über € 28.800!

Das **Kleinanlegerschutzgesetz** hat somit seinen Regulierungszweck erreicht, nämlich dass Angebote mit kleinen Zeichnungssummen, die besonders per öffentlicher Werbung und Direktvertrieb abgesetzt wurden, keine Bedeutung mehr im regulierten Markt der Vermögensanlagen haben.

Mit Vermögensanlagen und Direktinvestments erfolgt überwiegend die Investition in **volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren**, z. B. Zweitmarkt, (Wohn)Immobilien und Denkmalschutz, Erneuerbare Energien, Logistik, Beleuchtungstechnik sowie in nachhaltige Forstwirtschaft und **nicht in „exotische“ oder spekulative Anlage-Themen**.

Schwerpunkt Expertise und Nachhaltigkeit

Die in dieser Studie vertretenen Anbieter zeichnen sich darüber hinaus dadurch aus, dass sie in ihren jeweiligen Asset-Bereichen Spezialisten sind, also sich auf ein Asset-Management-Thema konzentriert haben. Dazu zählen insbesondere Investitionsstrategien für die Errichtung und Sanierung von Wohnimmobilien sowie für Erneuerbare Energien, Impact Investing und nachhaltige Investments, die sich den **UN-Nachhaltigkeitszielen (UNPRI, United Nations Principles for Responsible Investments)** verschrieben haben. Ein teilnehmendes Unternehmen dieser Studie ist zudem nach Kriterien zertifiziert, die den **United Nations Sustainable Development Goals (SDGs)** entsprechen.

Der Schwerpunkt der betrachteten Investitionen liegt hierbei auf **Deutschland**. Etwa 67,4 % des Zeichnungsvolumens bzw. € 1,275 Mrd. wird in Deutschland investiert.

Die überwiegende Mehrheit der Angebote (über den gesamten Betrachtungszeitraum von 10 Jahren 73 % des Emissionsvolumens) ist zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Mit der Prospektpflicht geht auch einher, dass parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift.

Die betrachteten Angebote haben eine **mittel- bis langfristige Laufzeit** im Mittelwert von 7 Jahren.

Die bereits beendeten Angebote erzielten einen **jährlichen Vermögenszuwachs von 5,25 % p. a.** im Durchschnitt.

Die laufenden Emissionen leisten bislang **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %** im Durchschnitt.

Kein Angebot realisierte **Vermögensverluste** oder gravierende **negative Abweichungen** durch Insolvenzen o. ä.

Nahezu alle Angebote (> 96 %) haben festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss.

Die Emissionen verfolgen nahezu ausschließlich keine sog. Single-Asset-Strategien, die nur in einen einzigen Vermögensgegenstand investieren, sondern realisieren regelmäßig eine planmäßige und teils sehr breite **Diversifikation**, die unter dem Aspekt einer Risikostreuung die Anleger absichert.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (bei ca. 98 %).

¹ Vgl. auch Seite 4–5 dieser Studie

