Deutscher Bundestag
Finanzausschuss

Wortprotokoll
der 135. Sitzung

Finanzausschuss
Berlin, den 26. April 2021, 11:30 Uhr

- Virtuelle Sitzung per Webex-Videokonferenz –

Vorsitz: Katja Hessel, MdB

Öffentliche Anhörung

Einziger Tagesordnungspunkt **Seite 4**

Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes

BT-Drucksache 19/28166

Federführend:
Finanzausschuss

Mitberatend:
Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

Gutachtlich:
Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung

Per Webex-Videokonferenz zugeschaltet waren folgende Mitglieder des Ausschusses

	Ordentliche Mitglieder	**Stellvertretende Mitglieder**
CDU/CSU	Brodesser, Dr. Carsten Müller, Sepp Tillmann, Antje	
SPD	Arndt-Brauer, Ingrid Binding (Heidelberg), Lothar Martin, Dorothee	
AfD	Gottschalk, Kay	
FDP	Hessel, Katja Schäffler, Frank	
DIE LINKE.	Liebich, Stefan	
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN	Paus, Lisa Schmidt, Stefan	

Per WebEx-Videokonferenz zugeschaltet waren folgende Sachverständige:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Oberfrank, Jürgen

Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner

Prüßing, Christian

Kremer, Uwe

Bundesverband WindEnergie e.V. (BWE)

Axthelm, Wolfram

Loipfinger, Stefan

Mattil, Peter

Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht

SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

Bauer, Daniel

Verband der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Sachwertanbieter e.V.

Wolfermann, Klaus

Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)

Ahlers, Christian

Beginn: 11:30 Uhr

Einziger Tagesordnungspunkt

Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes

BT-Drucksache 19/28166

Vorsitzende **Katja Hessel**: Guten Tag meine Damen und Herren, ich eröffne die Sitzung und begrüße zunächst alle anwesenden Sachverständigen. Die heutige Sitzung findet ausschließlich als Videokonferenz im Webex-Format statt. Ich begrüße alle Kolleginnen und Kollegen, die per Webex-Konferenz zugeschaltet sind sowie Vertreter der interessierten Fachöffentlichkeit, die ebenfalls Teilnehmer der Webex-Konferenz sind.

Gegenstand der Anhörung ist der Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes“ auf BT-Drucksache 19/28166.

Soweit Sie als Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Für das Bundesministerium der Finanzen darf ich Herrn Ministerialdirigenten Dr. Meißner sowie weitere Fachbeamtinnen und Fachbeamte des BMF begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder.

Zum Ablauf der Anhörung: Für die Anhörung ist ein Zeitraum von 1 Stunde und 30 Minuten vorgesehen, also bis ca. 13:00 Uhr. Ziel ist es, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Fragestellung zu geben. Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss in dieser Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden, d. h. die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils 5 Minuten unterteilt. Zur besseren Orientierung wird die Zeit mit einer Uhr in der Videokonferenz eingeblendet. In diesem Zeitraum müssen sowohl Fragen als auch Antworten erfolgen. Je kürzer die Fragen formuliert werden, desto mehr Zeit bleibt für die Antworten. Wenn mehrere Sachverständige gefragt werden, bitten wir, fair darauf zu achten, den folgenden Experten ebenfalls Zeit zur Antwort zu lassen.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden. Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Chat bei mir anzumelden.

Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt. Sollten während der Anhörung technische Probleme bei einzelnen Teilnehmerinnen oder Teilnehmern auftreten, bitte ich, dass sich diese im Chat melden, wenn die Probleme behoben wurden. Erst dann werden wir die jeweilige Teilnehmerin oder den jeweiligen Teilnehmer erneut aufrufen.

Ich weise darauf hin, dass das Mitschneiden der Videokonferenz, also Bild- und Tonaufnahmen, durch Dritte untersagt sind.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Wir beginnen mit der Anhörung und die erste Frage für die CDU/CSU-Fraktion stellt der Kollege Dr. Brodesser.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Meine erste Frage richtet sich an Herrn Wolfram Axthelm vom Bundesverband Windenergie e.V. (BWE). Wie beurteilen Sie aus Sicht von Bürgerwindparkbetreibern die Verschärfung im Anlegerschutzgesetz für Ihr Geschäftsmodell? Was bedeutet das für die Akzeptanz und die Fortentwicklung der Energiewende? Wie ist die aktuelle Situation in der Praxis, wie viele Projekte wären rund um die kapitalrechtlichen Vorschriften im Zusammenhang mit der Bürgerenergiewende betroffen? Was wären Ihre Forderungen im Hinblick auf den Anlegerschutz, was wäre auf jeden Fall noch zu berücksichtigen?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Axthelm vom Bundesverband Windenergie e.V. (BWE).

Sv **Wolfram Axthelm** (Bundesverband Windenergie e.V. (BWE)): Ich versuche, die Fragen trotz ihrer Komplexität zügig zu beantworten. Im Bereich der Windenergie sind wir in der Tat über die Bürgerwindparks von dieser Regelung betroffen. Die Rechtsform ist dort in der Regel eine GmbH & Co. KG. Warum sind wir von dem Gesetz betroffen? Weil mit dem Gesetz der Eigenvertrieb dieser Produkte unmöglich wird bzw. ein Dritter eingeschaltet werden soll.

Momentan läuft das Verfahren der Einwerbung von Geldern zu Bürgerwindparkprojekten quasi parallel zu den laufenden Planungen. Vorher wird in der Regel eine GbR aus den Grundeigentümern, Anwohnern und Bürgern gebildet, die in der Hochrisikophase bis zum erteilten Zuschlag bei den Ausschreibungen das Projekt vorantreibt. War die Ausschreibung erfolgreich, wird eine GmbH & Co. KG gegründet, und man beginnt mit der Einwerbung des Eigenkapitals. Die GmbH & Co. KG beginnt erst mit der Arbeit, wenn die Inbetriebnahme erfolgt ist, um insbesondere für die beteiligten Bürger das Risiko zu minimieren. In unserer Stellungnahme habe ich ein Beispiel aus dem Kreis Steinfurt beschrieben. In Hörstel war es so, dass die BaFin einen Zeitraum von drei Jahren brauchte, bis sie die Prospektgenehmigung erteilte. Der Vorlauf des eigentlichen Projektes betrug 10 Jahre. Daran sieht man, welche Zeiträume hier im Raum stehen.

Wir haben die große Sorge, dass mit der Unterstellung der Bürgerwindparks unter die künftige Regelung des Anlegerschutzgesetzes die Bürgerbeteiligung deutlich erschwert wird. Durch eine erschwerte Beteiligung sinkt die Akzeptanz, das sieht man in Ostdeutschland, wo wir in Brandenburg und Sachsen-Anhalt eine völlig andere Eigentümerstruktur bei den Projekten haben. Dort sind Fonds und Versicherungen vorherrschend. Diese brauchen wir zwar auch, aber vor allem brauchen wir eine grundsolide Beteiligung der Bürger durch direkte Beteiligung an den Windparks. Dies schafft die Grundlage für die Akzeptanz solcher Projekte. Aktuell sind nach wie vor 40 Prozent der Windparkprojekte von Bürgern getragene Windparkgesellschaften oder Energiegenossenschaften. Diese Struktur der Windparkgesellschaften ist zu großen Teilen in Nordrhein-Westfalen, Niedersachsen, Schleswig-Holstein und Mecklenburg-Vorpommern vorherrschend und existiert auch in anderen Bundesländern.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Herr Dr. Brodesser, Sie haben noch Zeit.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Herr Axthelm, Sie haben durchaus noch Zeit, um an Ihre erste Antwort anzuschließen.

Sv **Wolfram Axthelm** (Bundesverband Windenergie e.V. (BWE)): Ich würde dann noch unsere Forderungen anschließen. Wir regen an, im Gesetzentwurf ergänzend festzuschreiben, dass die Regelungen des vorliegenden Gesetzes auf regionale Projekte, bei denen das Projekt, der Sitz der Gesellschaft und die Mehrzahl der Anleger in einem örtlichen Zusammenhang stehen (maximal zwei Landkreise) keine Anwendung finden. Zusätzlich könnte der Gesetzgeber eine Wertgrenze von 20 Millionen Euro gesetzlich verankern, unterhalb derer die Regelungen ebenfalls nicht anzuwenden sind. Diese würden dann von den Neuregelungen nicht erfasst: Damit hat man den klassischen Bürgerwindpark oder die klassische Bürgerwindparkgesellschaft von der Gesetzgebung ausgenommen und erschwert die Beteiligung nicht weiter. Solche Windparks kommen in der Regel nicht in eine wirtschaftliche Schieflage, da die Initiatoren und Anleger vor Ort wohnen, regionale Banken das Projekt begleiten und das Projekt einer hohen sozialen Kontrolle unterliegt.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt Frau Kollegin Arndt-Brauer für die SPD-Fraktion.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Ich habe eine allgemeine Frage an Herrn Ahlers vom Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (VZBV). Sind Sie mit dem Gesetzesentwurf und den vorgesehenen Maßnahmen im Allgemeinen zufrieden? Halten Sie diese aus Verbrauchersicht für geeignet, Anleger besser vor Verlusten auf dem Grauen Kapitalmarkt zu schützen?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Ahlers vom Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (VZBV).

Sv **Christian Ahlers (**Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Ja, der Gesetzentwurf würde nach meiner Einschätzung den Anlegerschutz im

Grauen Kapitalmarkt durchaus verbessern. Er enthält wichtige Elemente für eine präventive Regulierung und Beaufsichtigung des Grauen Kapitalmarkts, das ist besonders wichtig. Es hat in der Vergangenheit bereits einige Nachbesserungen und Verschärfungen der Regulierung gegeben, zuletzt ist das 2015/2016 mit dem Kleinanlegerschutzgesetz geschehen. Der Grundansatz der bisherigen Regulierungen ist aber eher informationsbasiert. Die Idee ist, dass vor allem private Anlegerinnen und Anleger auf Grundlage von Informationen über die Anlageobjekte zu einer Einschätzung kommen, ob sie hier anlegen oder nicht. Das ist im Bereich des Grauen Kapitalmarktes aber nicht so einfach, denn hier sind etliche Dinge zu berücksichtigen, die man vom Weißen Kapitalmarkt so nicht kennt, da dort deutlich schärfere Regulierungen existieren.

Das zentrale Element ist die Preisbildung. Man kann im Grauen Kapitalmarkt in der Regel nicht von der in Aussicht gestellten Rendite von teilweise über 5 Prozent auf das tatsächliche Anlagerisiko schließen. Wir beobachten in der Schadensfallberatung bei uns, dass viele Verbraucher ein hohes Sicherheitsbedürfnis haben, wenn sie im Grauen Kapitalmarkt anlegen wollen. Dieses Sicherheitsbedürfnis wird über eine sichtbare Rendite in ein tatsächliches Anlagerisiko übersetzt. Das funktioniert so aber bisher nicht, da kein Markt existiert, in dem Profis das tatsächliche Anlagerisiko überprüfen.

Deswegen glauben wir, dass man diesen Markt anders behandeln muss. Man muss für Verbraucher genau diese Leistung übernehmen. Wir haben bereits in der Vergangenheit und in unserer Stellungnahme Vorschläge gemacht, wie man das umsetzen könnte. Ein sehr weitreichender Vorschlag wäre es, an private Anleger nur noch Privatplatzierungen zu vermitteln, diese also komplett aus dem öffentlichen Angebot herauszunehmen. Eine etwas weniger weitgehende Variante wäre die schon bestehende formelle Prospektprüfung der BaFin zu einer materiellen Prospektprüfung weiterzuentwickeln. Das ist beides nicht im Gesetzesentwurf vorgeschlagen, trotzdem enthält er einige Elemente, in denen man vom bisher rein informationsbasierten Schutz abweicht und auch präventiv tätig wird. Hier sind das Verbot von Blind-Pools und die weitergehenden Prüfmöglichkeiten der BaFin als Beispiel zu nennen, wonach man schon zur Erhärtung von Verdachtsmomenten Analysen durchführen kann. Das war in der Vergangenheit nicht der Fall. Daher ist es an sich ein guter Gesetzentwurf.

Meine Empfehlung an den Ausschuss und den Gesetzgeber ist – auch mit Blick auf die legislative Uhr –, den Gesetzentwurf so umzusetzen. Letztlich kann Regulierung immer nur ein Tasten in Schritten sein.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Könnten Sie noch kurz etwas zu Blind-Pools ausführen?

Sv **Christian Ahlers** (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Ein Großteil des Marktes, nach unseren Schätzungen ca. zwei Drittel, sind mittlerweile Blind-Pool oder Semi-Blind-Pool-Konstruktionen. Bei einem Blind-Pool verhält es sich so, dass, auch wenn Sie in der Lage wären, Informationen zu sammeln und zu verarbeiten, Sie an diese Informationen gar nicht herankämen. Es ist ganz schwer, eine wirtschaftliche Einschätzung eines Anlageguts auf dieser Basis zu treffen. Bei Blind-Pools ist quasi die Grundidee der bisherigen Regulierung am Ende, weil schlicht keine Informationen vorliegen, auf deren Grundlage man handeln könnte.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt Herr Gottschalk für die AfD-Fraktion.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Meine beiden Fragen richten sich zunächst an Herrn Loipfinger. Sie sprechen in Ihrer Stellungnahme von einer „Rezeptpflicht“, der sogenannten Geeignetheitsprüfung bei der Anlagevermittlung und –beratung. Laut Ihnen reicht eine Angemessenheitsprüfung aber nicht aus. Können Sie uns kurz darstellen, weshalb das nicht ausreichen würde und was diese „Rezeptpflicht“ besser macht? Können Sie eventuell auch abschätzen, welchen Mehraufwand dies vor allem mit Blick auf die Bürokratie bedeutet? Bei der Verflechtung von Anbietern und Emittenten mit Vermittlern sehen Sie im Gesetzentwurf eine Inkonsistenz. Können Sie uns erklären, wieso insbesondere die Neuformulierung des § 5 Absatz 3 VermAnlG aus Ihrer Sicht nicht für eine echte Schutzwirkung der Anleger ausreicht?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Loipfinger.

Sv **Stefan Loipfinger**: Man muss vielleicht vorweg klarstellen, was genau ein Anlageberater und was genau ein Anlagevermittler tut. Das ist wichtig, um zu verstehen, wieso der Gesetzentwurf aus meiner Sicht so nicht ausreicht, um einen wirksamen Schutz der Anleger zu ermöglichen.

Bei der Anlagevermittlung muss der Vermittler eine Angemessenheitsprüfung machen, das heißt er prüft selbst auf Plausibilität. Er prüft also, ob ein Anlagemodell plausibel ist und so eintreten kann, wie man es erwarten kann. Diese Angemessenheitsprüfung ist in der Praxis aber so geregelt, dass sie häufig vom Anbieter bei bezahlten Rating-Agenturen in Auftrag gegeben wird und deshalb keine echte Kontrollfunktion wahrnimmt, weil dieser Auftrag logischerweise dem Auftraggeber-Interesse entspricht und deswegen die Angemessenheit bestätigt. Wenn ich eine echte Qualitätskontrolle einbringen möchte, brauche ich eine Geeignetheitsprüfung. Das heißt letztendlich, dass von einem Berater nachgeprüft wird, ob der Anleger auch für das Produkt geeignet ist. Das tut er dann nur im Rahmen einer Beratung. Hierzu vielleicht ein Vergleich, den ich auch schon in meiner Stellungnahme erwähnt habe.

Ein Arzt stellt ein Rezept aus, der Patient geht mit diesem Rezept in die Apotheke und kauft dort das Medikament. Der Apotheker darf bestimmte Medikamente, die gefährlich sind und entsprechende Nebenwirkungen haben, nicht ausstellen oder verkaufen, ohne dass er ein Rezept vorgelegt bekommt. Ähnlich würde ich das auf den Kapitalmarkt übertragen. Der Graue Kapitalmarkt und der Markt der Vermögensanlagen sind hochkomplexe Produkte, die sehr spekulativ ausgestaltet sein können. Ich bin daher der Meinung, dass diese Produkte nur mit einer Geeignetheitsprüfung vermittelt werden dürfen und dazu gehört auch eine Art „Rezeptpflicht“.

Ihre zweite Frage bezog sich auf das Verhältnis zwischen Emittent und Vermittler. Bei P&R zum Beispiel war es so, dass sehr viel selbst vertrieben wurde. Es wurden also wenig Vermittler oder Finanzberater einbezogen. Dieser Eigenvertrieb soll zukünftig untersagt werden. Herr Axthelm vom BWE hatte das für die Bürgerwindparks kritisiert. Ich gehe hier noch einen Schritt weiter und behaupte, dass es richtig ist, den Vertrieb durch den Anbieter zu verbieten, weil ansonsten keine Prüfung und Kontrolle durch einen Dritten stattfindet. Der Gesetzentwurf verbietet das zwar, geht aber nicht weit genug, wenn es um die Frage geht, wieso ein Vermittler Emittent sein darf, ein Emittent aber kein Vermittler. Wenn jemand eine Zulassung als Finanzanlagenvermittler hat, darf er immer noch gleichzeitig Emittent sein. Hier ist der Gesetzentwurf meiner Meinung nach immer noch lückenhaft. Das sollte man trennen, wie man es beispielsweise bei Crowdfunding-Plattformen auch tut.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt wieder der Kollege Dr. Brodesser für die CDU/CSU-Fraktion.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Meine Frage richtet sich an Herrn Daniel Bauer von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK). Haben Sie Erfahrungswerte in Bezug auf die von Anlegern erlittenen Vermögensverluste mit Anlagen in Blind-Pools? Wie hoch ist beispielsweise das durchschnittliche Investment Ihrer Anleger? Wie ist die Risikostreuung? Wie groß ist dieses Problem also tatsächlich in der Praxis?

Welche negativen Folgen hätte das Verbot von Blind-Pools aus ihrer Sicht für die Risikostreuung des Anlegers?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Bauer von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK).

Sv **Daniel Bauer** (SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.): Mir liegen Daten bezüglich der Fälle der letzten 10 Jahre vor. Hier waren 412 Einzelfälle von 83 Initiatoren aus dem Grauen Kapitalmarkt vermerkt. Der Durchschnittsverlust bei den Betroffenen lag ca. bei 25 000 Euro. Meistens kaufen die klassischen Kleinanleger nur einen oder zwei Fonds, der Großteil der Anleger streut also sehr schwach. Das ist gerade im Grauen Kapitalmarkt auch systembedingt, da man häufig Mindestanlagen für 5 000 oder 10 000 Euro erwirbt, es gibt also eine gewisse Zugangsbeschränkung bei geschlossenen Fonds.

Bezüglich der Blind-Pools kann ich für die Praxis sagen, dass es in der Vergangenheit etliche Fälle gab, bei denen oft größere Verlust aufgetaucht sind. Das betrifft den Bereich des Ankaufs von Lebensversicherungspolicen, Schifffonds, Immobilien und den Venture Capital Bereich. Aktuell sehe ich diese Probleme jedoch nicht mehr. Die Schwerpunkte liegen heute eher bei Cold Calls, bei denen es nicht

um gescheiterte Anlagen geht, sondern um echten Betrug. Das richtet sich übermäßig häufig an ältere Menschen und stellt heute das Hauptproblem dar, insbesondere auch im Hinblick auf Krypto-Währungen.

Bei einem kompletten Verbot von Blind-Pools würde man sich einige Probleme schaffen, weil gerade im Bereich Venture Capital – man beachte hier nur BioNtech – viele Fonds auch sehr gut gelaufen sind. Das Problem von Blind-Pools liegt meiner Ansicht nach nicht daran, dass es hier eine überdurchschnittliche Ausfallquote gäbe. Das dürfte bei einem Totalverbot insbesondere die Kleinanleger treffen, wenn man zum Beispiel eine EEG-Anlage nicht mehr refinanzieren kann und der Preis dadurch sinkt, weil man aufgrund der Größe der Anlage keinen institutionellen Anleger findet.

Das, was man jetzt als Gesetzentwurf auf dem Tisch hat, würde aus meiner Sicht kaum Fortschritte bringen. Man würde den guten Anbietern mehr Probleme schaffen. Das würde dazu führen, dass diese aus dem Markt ausscheiden und sich andere Finanzierungsmöglichkeiten suchen müssten. Das wäre wiederum mit höheren Kosten verbunden. Man sollte also an die von Herrn Loipfinger angesprochene Geeignetheitsprüfung denken sowie an die Bildung auf Anlegerebene. Das ist aus meiner Sicht langfristig die einzige Lösung. Man befähigt die Anleger, selbst Entscheidungen zu treffen. Vielleicht könnte man auch bei den Initiatoren an eine Geeignetheitsprüfung denken, da diese häufig nur über wenig Erfahrung verfügen und solche Projekte dann auch häufiger ausfallen.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt der Kollege Schäffler für die FDP-Fraktion.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Meine Frage geht an den Verband der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Sachwertanbieter e.V. Welche Auswirkungen erwarten Sie durch das Blind- Pool-Verbot für die Anleger? Welche Projekte werden derzeit über Blind-Pool-Finanzierungen finanziert und welche Auswirkungen für das Finanzierungsumfeld erwarten Sie durch das mögliche Verbot?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Wolfermann vom Verband der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Sachwertanbieter e.V.

Sv **Klaus Wolfermann** (Verband der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Sachwertanbieter e.V.): Das Blind-Pool-Verbot würde aus unserer Sicht und aus der praktischen Erfahrung vieler Unternehmen, die in diesem Bereich tätig sind, faktisch zu einer Abschaffung von Kapitalanlageangeboten führen. Häufig sind die Blind-Pools so strukturiert, dass man eine breite Anlagestreuung erreichen möchte, um das Risiko zu verringern. Wenn Sie als Anbieter einer solchen risikogemischten Vermögensanlage jede Anlage vorfinanzieren müssten, übersteigt das schlicht die Möglichkeiten vieler Anbieter. Hier fehlt es oftmals an den erforderlichen Mitteln.

Heutzutage herrscht außerdem ein hoher Anlagedruck, sodass Sie oft nicht die Zeit haben, ein Produkt zu beschreiben, anschließend die Vermögensanlage aufzulegen und erst dann das Kapital einzuwerben. Die Marktangebote sind dann einfach weg, man müsste sich dann Zwischenfinanzierungsmöglichkeiten suchen. Mezzanine-Kapital-Banken engagieren sich in diesem Bereich gar nicht oder verlangen sehr hohe Zinsen. Insgesamt würde das also die Risikoseite für die Anleger massiv verschlechtern, entweder weil die Produkte deutlich teurer werden oder weil Anbieter den Markt verlassen und eine Pluralität der Angebote nicht mehr durchsetzbar ist.

Daher denken wir, dass man Blind-Pool-Angebote weiterhin zulassen sollte. Diese sollte man aber mit einer Mittelverwendungskontrolle ausgestalten und entsprechende Investitionskriterien aufstellen, wie es der Gesetzentwurf auch teilweise schon tut. Der Mittelverwendungskontrolleur wird dann im Zuge der Prospektierung des Kapitalanlageangebotes oder der Vermögensanlage prüfen, ob diese Kriterien eingehalten werden können. Die Sachexpertise des Kontrolleurs ist an dieser Stelle enorm wichtig. Daher ist es entscheidend, die Pluralität und Flexibilität im Markt nicht durch ein Totalverbot zu beschneiden, sondern sich an den im KAGB und durch die Aufsichtspraxis der BaFin gelegten Grundsätzen zur Verhinderung von Blind-Pools in den AIFs zu orientieren und dies für den Bereich der Vermögensanlagen analog umzusetzen.

Wenn sich das Blind-Pool-Verbot durchsetzen würde, sehen wir auch das Risiko, dass Anbieter auf weniger reglementierte oder noch intransparentere Bereiche ausweichen und zum Beispiel Crowd-Investments oder Ähnliches umsetzen. Der Markt

wird sich also andere Wege suchen, auch das dürfte für den Anlegerschutz nachteilig sein.

Blind-Pools sind also aus unserer Sicht mit bestimmten Investitionskriterien zu belegen, damit eine Investorengemeinschaft nachhaltig am Markt agieren kann. Blind-Pools tragen eben auch dazu bei, dass wichtige Finanzierungsaufgaben wahrgenommen werden können, dass Diversifizierung existiert und die Anleger eine gewisse Auswahl haben. Ein Verbot halten wir daher für falsch.

Auch in vielen anderen Anlageklassen ergäben sich mit dem Wegfall der Blind-Pools Probleme, wie wir das schon für den Bereich Private Equity gehört haben. Das lässt sich eigentlich gar nicht anders gestalten, da man die Investitionsziele noch nicht konkret kennt. Ein Vorteil der Blind-Pools liegt darin, dass kompetente, erfahrene und versierte Manager für die Anleger die entsprechenden Vermögensanlagen umsetzen und auswählen.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Herr Wolfermann, Sie haben Ihre Zeit bereits überschritten, das heißt, Sie müssten bitte zum Ende kommen.

Sv **Klaus Wolfermann** (Verband der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Sachwertanbieter e.V.): Vielen Dank für den Hinweis. Wir empfehlen dem Ausschuss daher, von einem Verbot der Blind-Pools abzusehen.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt Kollege Liebich für die Fraktion DIE LINKE.

Abg. **Stefan Liebich** (DIE LINKE.): Meine Frage richtet sich an Herrn Mattil. Mich interessiert zunächst seine Gesamtbetrachtung zu den möglichen Folgen und Auswirkungen bei der Umsetzung dieses Gesetzesentwurfs für die Emissionen und den Vertrieb von Vermögensanlagen. Wird das angesetzte Ziel – der Schutz der Anleger – aus seiner Sicht hier erreicht? Wenn die Zeit ausreicht, würde ich es begrüßen, wenn Sie noch etwas zur Pflicht zur Einschaltung eines Mittelverwendungskontrolleurs in Bezug auf dessen Unabhängigkeit und Haftung bzw. diesbezügliche Ausnahmen sagen könnten.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Mattil.

Sv **Peter Mattil** (Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht): Grundsätzlich verschärft der Gesetzentwurf die Anforderungen an Emittenten: Blind-Pool-Verbot, kein Eigenvertrieb, Mittelverwendungskontrolle, Produktintervention. Das ist an sich sehr gut, an einigen Stellen fehlt mir aber noch die Konsequenz. Bei der Produktintervention habe ich es selbst etliche Male erlebt, dass Anlagemodelle schief liegen und die Anleger das nicht mitbekommen, weil sie von den Emittenten hingehalten und belogen werden. Da heißt es dann „die Baubehörde ist schuld“ und Ähnliches, und das zieht sich dann so lange, bis es verjährt ist. Das habe ich in der Praxis bereits hunderte Male erlebt. Ich rege deshalb an, die Maßnahmen der BaFin in §§ 18, 19 VermAnlG so umzugestalten, dass sie die zivilrechtliche Verjährung für Anleger hemmen. Dies sollte ebenso gelten, wenn die Pflichten nach §§ 11 und 11a VermAnlG verletzt werden, dann müsste sich die zivilrechtliche Verjährung dementsprechend verlängern.

Bei der Vermittlung und Beratung gilt bisher, dass nur Berater die Anlageziele, die finanziellen Verhältnisse etc. explorieren. Der Vermittler kann insoweit nur verkaufen. Hier ist bereits mehrfach angesprochen worden, ob es sinnvoll wäre, eine Geeignetheitsprüfung zuzulassen, was einer Beratungsfunktion gleichkäme. Bei Windparks kann ich es selbst nicht beurteilen, ob das auch dort sinnvoll und erforderlich wäre. Hier haben wir bei uns in der Praxis keinerlei Erfahrung.

Die Blind-Pool-Verbote und Mittelverwendungskontrollen sind sicherlich Hürden für die Emittenten, an die sie sich anpassen müssen. Ich erwarte von der Branche diesbezüglich ein Ausweichen auf andere Bereiche. Aus meiner Sicht wird man stark in den Wertpapierbereich wechseln, da es dort eine Mittelverwendungskontrolle usw. nicht gibt. Dort wird vor allem der Krypto-Wertpapierbereich wachsen, weil mit Hilfe von Tokens mehr oder weniger alles gehandelt werden kann. Ein Beispiel aus meiner Stellungnahme ist ein Schiffsfond, der in Form eines Tokens als Wertpapier gehandelt werden kann. Hier sollte man darüber nachdenken, ob das im Wertpapierbereich so in Ordnung ist.

Bei den Mittelverwendungskontrolleuren ist es wichtig, dass diese unabhängig sind. Aus meiner Erfahrung ist die Unabhängigkeit nicht gewährleistet, wenn der Emittent selbst den Mittelverwendungskontrolleur beauftragt. Aus der Praxis kann

ich sagen, dass sich die Kontrolleure dann eher dem Emittenten verpflichtet fühlen. Ein Mittelverwendungskontrolleur sollte daher von den Anlegern bestellt werden, zum Beispiel vom Beirat oder am besten gleich von der BaFin.

Ebenso wichtig ist dabei die Haftung des Mittelverwendungskontrolleurs. Hierzu gibt es bisher keine Regelung. Der Kontrolleur haftet prinzipiell nicht gegenüber den Anlegern, mit denen er keinen Vertrag geschlossen hat. Deswegen brauchen wir eine Haftungsregelung bei Pflichtverletzung des Mittelverwendungskontrolleurs. Ansonsten können wir das gesamte Konstrukt des Mittelverwendungskontrolleurs vergessen. Ohne eine Haftungsregelung hat das aus meiner Sicht keinen Sinn. Außerdem sollte der Mittelverwendungskontrolleur eine Haftpflichtversicherung nachweisen, wie es auch bei Finanzanlagenvermittlern der Fall ist.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage stellt Kollege Schmidt für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN.

Abg. **Stefan Schmidt** (B90/GR): Meine Fragen richten sich an Herrn Loipfinger von investmentcheck.de. Zum Thema Blind-Pool-Verbot haben wir schon einiges gehört. Sie haben das in Ihrer Stellungnahme auch sehr begrüßt. Vielleicht können Sie das hier noch etwas konkretisieren und kurz auf die Vorredner eingehen. Darüber hinaus möchte ich wissen, wie Sie die geplante Mittelverwendungskontrolle bewerten, um Ponzi-Betrug und Zweckentfremdung von Anlegergeldern zu verhindern. Welche Änderungen sind aus Ihrer Sicht außerdem noch an § 5c VermAnlG vorzunehmen?

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an Herrn Loipfinger von investmentcheck.de. Da dieser aber technische Probleme hat, machen wir erst einmal mit der nächsten Frage weiter und kommen später auf ihn zurück.

Die nächste Frage stellt der Kollege Binding für die SPD-Fraktion.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Ich habe Fragen an Herrn Oberfrank von der BaFin und eine Frage an Herrn Ahlers vom VZBV. Ich möchte Sie bitten, noch einmal etwas zu den Blind-Pool-Konstruktionen zu sagen. Ich habe immer das Gefühl, dass das die „Katze im Sack“ ist. Herr Bauer hat bereits erklärt, warum Blind-Pools trotzdem nötig sind und Herr Wolfermann hat sich angeschlossen. Was aber beide Sachverständige nicht erwähnt haben, ist die Frage, in welche der nächsten 100 Vermögensanlagen ich investieren soll, um BioNtech zu wiederholen. Auf BioNtech wird im Nachhinein gern verwiesen, aber ich bräuchte die Informationen im Vorhinein.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richte sich zunächst an Herrn Oberfrank von der BaFin.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich glaube, von der sprichwörtlichen „Katze im Sack“ hat die BaFin schon vor zwei Jahren in unserem hauseigenen Journal gesprochen. Das trifft insofern unsere Sichtweise sehr gut. Wenn ich auf Zahlen aus dem letzten Jahr schaue, dann hatten wir 22 von der BaFin gebilligte Blind-Pools, das sind genau 50 Prozent aller Vermögensanlagenprospekte, die wir letztes Jahr gebilligt haben.

Ich möchte auch darauf hinweisen, dass wir letztes Jahr 15 Prospekte in ein Produktinterventionsverfahren gegeben haben. Wir haben geprüft, ob wir in diesen Fällen aus Sicht des Verbraucherschutzes Anhaltspunkte für Bedenken haben. Von diesen 15 Projekten betrafen 8 Blind-Pools und Semi-Blind-Pools. Das heißt in unserer Aufsichtspraxis stoßen wir immer wieder auf Blind-Pools, die uns Kopfschmerzen bereiten und wo wir uns fragen, ob es Bedenken beim Anlegerschutz gibt bzw. ob es ausreichend Gründe zur Intervention gibt.

Insofern finden wir den Gesetzentwurf diesbezüglich richtig, da Anleger heute typischerweise sehr wenig über das Konstrukt erfahren, in das investiert werden soll. Das sagt schon der Name Blind-Pool. Das müssen wir ändern. Die Anbieter müssen entweder konkreter werden in dem, was sie den Anlegern anbieten, oder sie müssen andere Anlageformen wählen. Hier würden geschlossene Publikumsfonds passen, wo man zwar einen gewissen Gestaltungsspielraum hat, die Aufsicht aber intensiver ist. Hier gibt es eine laufende Aufsicht durch die BaFin, durch die Verwahrstelle und durch den Wirtschaftsprüfer.

So ist das insgesamt ausgeglichener: Auf der einen Seite der weniger regulierte Bereich der Vermögensanlagen, dafür aber mehr Informationen über das Anlageobjekt und auf der anderen Seite mehr Spielraum bei den geschlossenen Publikumsfonds, dafür aber eine intensivere Aufsicht.

Abg. **Lothar Binding:** Ich würde Sie bitte, Herrn Ahlers auch noch etwas Zeit zu lassen.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Dann mache ich an dieser Stelle Schluss, sonst hätte ich noch etwas zu BioNtech gesagt aber das kann ich mir auch schenken.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Der zweite Teil der Fragen ging an Herrn Ahlers vom vzbv.

Sv **Christian Ahlers** (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Das ist ein wunderbares Beispiel, Herr Binding. Aus der ex-ante Sicht, also unter Unsicherheit, können Sie nicht sagen, welches Biotechnologieunternehmen als nächstes „fliegt". Von daher ist das keine sinnvolle Anlageentscheidung, wenn Sie im Grauen Kapitalmarkt nicht sicher sein können, dass die in Aussicht gestellte Rendite in einem Zusammenhang zu dem Anlagerisiko steht. Es gibt schlicht keinen Markt dazwischen, der das bewertet.

Zu dem Venture-Capital Argument möchte ich sagen, dass man gesellschaftlich auch Akteure braucht, die Risiken eingehen, die man nicht sieht. Die Frage ist aber, ob das Privatanleger sein müssen, oder ob, wenn es ein Problem bei der Bereitstellung von Risikokapital gibt, man dies nicht auf andere Art und Weise lösen kann. Die Skandale, die uns in schöner Regelmäßigkeit alle zwei bis drei Jahre heimsuchen – S&K, Göttinger Gruppe, PROKON und neuerdings auch P&K – zerstören natürlich unglaublich viel Vertrauen. Ich glaube, dass man da gut abwägen muss, was das größere und das kleinere Übel ist. Deswegen denke ich – wie auch die BaFin -, dass ein Blind-Pool-Verbot durchaus die richtige Maßnahme ist.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die nächste Frage für die CDU/CSU-Fraktion stellt wieder der Kollege Dr. Brodesser.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Meine nächste Frage geht an Herrn Kremer bzw. an Herrn Prüßing von der Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner (BMI). Sie sprechen in Ihrer Stellungnahme davon, dass ein pauschales und generelles Verbot von Blind-Pools die Risiken für die Verbraucher eher erhöhen würde. Das klingt zunächst widersprüchlich. Inwiefern verändert ein Blind-Pool-Verbot die Risiken für die Anleger? Ist eine direkte Investition in erneuerbare Energien – zum Beispiel Solarenergie oder Solarparks – mittels Vermögensanlagen überhaupt ohne Blind-Pool-Charakteristik möglich? Sie sprachen hier schon den Anlagedruck und den verstärkten Wettbewerb um geeignete Standorte an.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Vielen Dank. Die Frage richtet sich an die Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner (BMI).

Sv **Uwe Kremer** (BMI): Ich übernehme den ersten Teil der Fragen und würde dann für den Bereich der erneuerbaren Energien an meinen Kollegen Prüßing weitergeben. Insofern möchte ich mich bei der Veränderung der Risiken kurz fassen. Wenn wir eine bestimmte, Investition haben, können wir diese konkrete Investition beschreiben und bestimmte Blind-Pool-Risiken ausschließen, weil wir Lage, Standort, Kaufpreis und ähnliches kennen. Einerseits haben wir natürlich eine gewisse Risikominderung durch ein Blind-Pool-Verbot, andererseits erleben wir eine Risikosteigerung aus anderen Gründen.

Zum einen nimmt die Risikostreuung in den Vermögensanlagen ab, das hat Herr Wolfermann vorhin bereits beschrieben. Die Investitionen müssen vorfinanziert werden, das heißt, die Volumen in der Vermögensanlage nehmen ab und die Anlagegegenstände werden nicht mehr so breit gestreut. Das erhöht die Risiken für die Anleger, weil sie in sogenannte Single-Assets gehen und dort die Schwankung höher ist.

Außerdem steigen die Finanzierungs- und Platzierungsrisiken durch ein Blind-Pool-Verbot, weil Sie eine gewisse Summe auf jeden Fall einsammeln müssen. Bei einem Blind-Pool hingegen können Sie eine niedrigere Summe einsammeln und – unter Einhaltung gewisser Investitionskriterien – Ihre Investition durchziehen.

Der dritte Problempunkt ist, dass es heute für konkrete Anlageklassen schwierig ist, attraktive Kapitalanlagen im Vorfeld zu erwerben. Beispielsweise bei Wohnanlagen wird deutlich, dass die Märkte sehr eng sind und es viele Anbieter in diesem Bereich gibt. Das heißt, Entscheidungen müssen hier sehr rasch getroffen werden. Wenn Sie bei Blind-Pools hingegen zunächst die Finanzierung einsammeln und dann entscheiden können, können Sie auch relativ schnell attraktive Anlagen ankaufen. Wenn Sie aber erst das Geld einwerben müssten,

kommen Sie an diese attraktiven Anlagen gar nicht heran, weil das Angebot bis dahin längst weg ist.

Jetzt würde ich an den Kollegen Prüßing zu den erneuerbaren Energien übergeben.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Herr Prüßing, bitte.

Sv **Christian Prüßing** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Im Bereich Solarenergie gibt es mittlerweile Ausschreibungsverfahren. Die Besonderheit ist hier, dass es eine Zeitbegrenzung für den Zeitraum zwischen Zuschlag und Inbetriebnahme von maximal zwei Jahren gibt. Eigentlich greift die Frist in der Regel schon nach 18 Monaten, weil dann eine gewisse Ertragsdegression einsetzt. Wenn Sie mit einer Vermögensanlage in Solarenergie investieren wollen, müssen Sie also innerhalb dieses Zeitfensters die gesamte Planung bereitstellen, eine Baugenehmigung erhalten und einen Prospekt erstellen. Dann erst geht die Kapitaleinwerbung los. Das Prospektverfahren dauert 6 bis 9 Monate und die Kapitaleinwerbung bis zu einem Jahr. Diese Zeitfenster passen also nicht zueinander. Sie brauchen eigentlich eine gewisse Flexibilität – auch um ein Platzierungsrisiko zu vermeiden –, um in Solarparks zu investieren. Für den Anleger ist es nicht so entscheidend, ob sein Solarpark in Thüringen oder in der Eifel steht. Für ihn ist insbesondere relevant, dass die Investitionskriterien stimmen, dass also das Verhältnis des Ertrags zur Investitionssumme stimmt. Das wird künftig durch den Mittelverwendungskontrolleur kontrolliert werden

Vorsitzende **Katja Hessel**: Da die technischen Probleme bei Herrn Loipfinger noch nicht behoben sind, stellt die nächste Frage der Kollege Dr. Brodesser für die Fraktion der CDU/CSU.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Dann kann die Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner direkt weitermachen. Noch einmal etwas spezifischer zum Thema Blind-Pool. Wenn ein pauschales Blind-Pool-Verbot käme, wäre dann nicht ein Wechsel von Anbietern von Blind-Pools unter das KAGB naheliegend und welche Probleme sehen Sie dabei? Lässt sich aus dem viel zitierten Fall der Insolvenz von P&R die Begründung für ein allgemeines Blind-Pool-Verbot ableiten? Wenn nein, warum nicht?

Noch eine Spezialfrage: Sie fordern eine Verlängerung der Übergangsfrist. Inwiefern ist eine solche Verlängerung sinnvoll?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich an die Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner, Herr Kremer.

Sv **Uwe Kremer** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Ich beginne zunächst und gebe dann Herrn Prüßing weiter. Es klingt zunächst einfach zu sagen, dass die Blind-Pools in den Bereich des KAGB wechseln sollen. Die Erfahrungen mit dem KAGB zeigen, dass ein Unternehmen, das in den Bereich des KAGB wechseln will, ca. 1-2 Jahre Zeit braucht, um die Organisation so aufzubauen, dass diese den neuen Anforderungen genügt. Neben diesem Zeitaufwand ist mit einem solchen Wechsel ein hoher Kostenaufwand verbunden. Selbst wenn man sich einer externen Service-KVG bedient, benötigt man in diesem Bereich Summen in einer Größenordnung von 0,5 Millionen Euro. Dabei ist zu berücksichtigen, dass wir in diesem Zusammenhang über viele mittelständische Unternehmen reden. Wenn eine eigene KVG aufgebaut werden soll, müssten ca. 2 bis 2,5 Millionen Euro investiert werden, und dass nur, um als mittelständisches Unternehmen ihr Geschäft so wie bisher weiter betreiben zu können. Der Zeit- und Kostenaufwand ist also erheblich.

Auch ist die Reaktionszeit unter dem KAGB langsamer. Beim Vermögensanlagegesetz ist sie höher, weil sie momentan weniger Stellen einbinden müssen. Das ist zum Beispiel bei der Projektentwicklung im Wohnimmobilienbereich der Fall. Herr Kollege Prüßing hat vorhin den Zeitraum von 18 Monaten beschrieben, der im Fall von Investitionen im Bereich Erneuerbarer Energien zur Verfügung steht. Das bedeutet, dass wir bei den Vermögensanlagen mit einer höheren Reaktionsgeschwindigkeit ausgestattet. Die Strukturen sind flexibler.

Der dritte Punkt an dieser Stelle: Es gibt Vermögensanlagen-Anbieter, die viele kleinteiligere Assets haben. Wenn diese ins KAGB wechseln wollen, müssen die kleinteiligeren Assets wie beispielsweise Zweitmarktanteile von geschlossenen Fonds einem externen Bewertungsverfahren unterworfen werden. Teilweise würden die Kosten für externe Bewerter bei vielen kleinteiligen Assets,

die sie heute in die Vermögensanlage stecken können, im Rahmen eines KAGB gar nicht aufgenommen werden können.

Sv **Christian Prüßing** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): In der Solarenergie haben wir im Bereich der Vermögensanlagen viele Anbieter. Im Bereich des KAGB gibt es aber nur einen Anbieter, eine KVG, die im Privatanlegerbereich investiert, allerdings nicht in Deutschland. Es werden dort ausländische Solarprojektentwicklungen gemacht. Das zeigt ein bisschen, dass gerade für Investitionen in die Solarindustrie in Deutschland Vermögensanlagen schon ein wichtiges Momentum sind. Die Bundesregierung hat für die kommenden Jahre die Ausschreibungsvolumina erhöht. Es steigert sich um ca. vier Gigawatt. Das schafft neue Investitionsmöglichkeiten für Investoren, die diesen mit einem Blind-Pool-Verbot entzogen würden.

Zu Ihrer zweiten Frage, Herr Dr. Brodesser: Aus unserer Sicht waren die letzten größeren Skandale keine Blind-Pools. Bei P&R lagen alle Parameter fest. Das Problem dort war eines der Mittelverwendung. Dasselbe gilt für den Fall der German Property Group. Dort wurden umfangreiche Exposés geschrieben, dass in Denkmalschutzobjekte investiert werden sollte. Das Problem war nicht, dass der Anleger dies nicht erkennen konnte. Es wurde halt nicht investiert. Ich komme zum Schluss. Alle diese letzten Fälle waren nicht primär Blind-Pool bedingte Probleme.

Vorsitzende **Katja Hessel:** Die technischen Probleme von Herrn Loipfinger scheinen behoben zu sein, wir kommen daher auf die Frage des Kollegen Schmidt zurück und Herr Loipfinger erhält noch einmal vier Minuten für seine Antwort.

Sv **Stefan Loipfinger**: Ich finde das Blind-Pool-Verbot richtig. Natürlich schadet man damit auch seriösen Anbietern, aber man verhindert auch Missbrauch. Ich muss Herrn Prüßing widersprechen, wenn er sagt, die letzten Probleme seien keine Blind-Pools gewesen. Das mag bei P&R vielleicht zutreffen, aber PROKON war im Grunde ein Blind-Pool. Dort hat man nicht gewusst, wohinein investiert wurde. Auch bei P&R waren Blind-Pools ein Thema, weil man nicht genau wusste, welche Container genau gemeint waren und wie alt die Container waren etc. Die nächsten Probleme, die wir im Anlagebereich sehen werden, sind Anbieter wie UDI oder Thomas Lloyd. Das sind Probleme, die wegen der Blind-Pool-Thematik erst entstanden sind. Die Abschaffung der Blind-Pools halte ich für einen wichtigen Schritt, um Missbrauch zu verhindern, auch wenn man guten Modellen und Anbietern das Leben erschwert.

Die zweite Frage von Herrn Schmidt bezog sich auf die Mittelverwendungskontrolle. Das ist auch ein Instrument, um Missbrauch zu verhindern, wird aber in ihrer jetzigen Gestalt nicht komplett funktionieren. Der Gesetzgeber sieht momentan nämlich vor, dass die Kontoführung in der ersten Ebene vom Kontrolleur vorgenommen wird. Der Kontrolleur nimmt das Geld der Anleger an und überweist es dann auf das Konto des Emittenten und gibt das Geld damit quasi frei. Vom Konto des Emittenten geht es dann weiter auf das Konto der Projektgesellschaft und von dort geht es weiter zum Verkäufer. Das bedeutet letztendlich, dass ich zwar auf der ersten Ebene einen Kontrolleur habe, dieser aber auf den anderen Ebenen den Zugriff oder Missbrauch nicht mehr verhindern kann. Er berichtet nur noch im Nachhinein darüber, dass es einen Missbrauch gegeben hat. Das ist natürlich etwas, was keinen Missbrauch verhindern kann, wenn nur im Nachhinein darüber berichtet wird.

Ein weiterer Fehler im derzeit vorgesehenen System ist, dass der Mittelverwendungskontrolleur dann auch noch an den Emittenten berichtet. Wenn der Emittent den Missbrauch betrieben hat, wird er natürlich für lange Zeit verhindern, dass dieser Bericht an die BaFin oder an die Öffentlichkeit gelangt. Hier würde ich dringend anraten, dass man die Veröffentlichungspflicht der Berichte ebenfalls beim Kontrolleur ansiedelt. Nur dann ist sichergestellt, dass dies auch fehlerfrei und zeitnah funktioniert. Ansonsten kann das eine erhebliche Fehlerquelle sein, die nicht im Sinne des Gesetzgebers ist, wenn er eine wirkungsvolle Kontrolle möchte.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Herr Schmidt, eine Nachfrage.

Abg. **Stefan Schmidt** (B90/GR): Die Frage richtet sich wiederum an Herrn Loipfinger. Sie hatten in einer früheren Anhörung schon einmal deutlich gemacht, dass Sie eine Teilung zwischen Emittent und Anlagenvermittler für vernünftig halten, eine gleichzeitige Tätigkeit also verboten werden sollte. Wie häufig kommt das in der Realität vor? Ist das die Ausnahme oder eher die Regel?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Herr Loipfinger.

Sv **Stefan Loipfinger**: In der Vergangenheit waren derartige Verbindungen definitiv eher die Regel. Nur in Ausnahmefällen bestand eine Trennung. Hier wirkungsvoll einzuschreiten, wäre aus meiner Sicht ein wichtiges Thema.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir machen weiter mit der AfD-Fraktion und dem Kollegen Gottschalk.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Die Fragen gehen an Herrn Mattil. Könnten Sie mir anhand eines konkreten Beispiels erklären, wieso die Pflichten eines Anlageberaters weit über die eines Anlagevermittlers hinausgehen? Weshalb stellt dies ein Problem für Sie dar? Was müsste aus Ihrer Sicht geändert werden?

In Ihrer Stellungnahme beschreiben Sie die Tokenisierung von klassischen Vermögensanlagen. Wenn ich Sie richtig verstanden habe, könnte man mit einer „Token-Verkleidung“ bestimmte Regulierungsstandards für Vermögensanlagen umgehen. Wie groß ist das Problem schon heutzutage? Was erwarteten Sie hier vom Gesetzgeber?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich an Herrn Mattil.

Sv **Peter Mattil** (Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht): Die Anlagevermittlung ist etwas anderes als die Anlageberatung. Der Vermittler bekommt ein Produkt, welches er sich anschauen sollte. Auch bekommt er Vorgaben, beispielsweise einen Prospekt. Das Produkt kann er dann dem Anleger verkaufen, ohne dass er sich ein Bild von der individuellen Situation machen muss.

Die Pflichten eines Beraters gehen deutlich weiter, er muss auch auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden eingehen. Er muss dem Anleger in die Augen schauen und fragen: Ist das für Sie wirklich das Richtige? Könnten Sie sich einen Verlust leisten? Wie viel Geld verdienen Sie? Benötigen Sie das Produkt zur Altersvorsorge? Die Beratung geht also viel weiter, auch in der Haftung. Wenn sie einen Bilanzanlagevermittler verklagen, haftet er als Berater gegenüber einem Vermittler viel strenger. Die Pflichten gehen somit viel weiter.

In der Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleiter, über die wir neulich sprachen, kommt dies bereits zum Ausdruck. Dort findet sich der Hinweis, dass der Dienstleister die Geeignetheit prüfen soll, also eine Beratung leisten muss.

Zu den Token: Nach dem elektronischen Wertpapiergesetz dürfen Token ein eigenes Register haben und sich als Wertpapiere bezeichnen, da sie an eine Blockchain angebunden sind. Der Token wird mit einem Bitcoin oder Ethereum bezahlt. Diese Anbindung des Token an eine Kryptowährung genügt, um als Wertpapier behandelt zu werden. In der Praxis habe ich bereits konkrete Beispiele, ein Beispiel habe ich meiner Stellungnahme als Anlage beigefügt – ein KG-Anteil an einem Schiffsfonds. Das ist eine typische Vermögensanlage. Sie wird tokenisiert, also an eine Kryptowährung angebunden. Damit wird sie zu einem Wertpapier und darf am Markt so bezeichnet und verkauft werden.

Das ist nicht das einzige Beispiel. Ich habe ein Angebot gesehen, bei dem die Rechte an Aktien – also nicht etwa die Aktien selbst - als Token bezeichnet und als Wertpapiere registriert wurden. Als Wertpapiere fallen diese Anlagen nicht mehr unter das Vermögensanlagengesetz oder das Kapitalanlagegesetzbuch. Ich sehe hier die Gefahr, dass alles Mögliche tokenisiert wird, geschlossene Fondsanteile, Gold oder irgendwelche Rechte an irgendetwas. Meiner Meinung nach entwickelt sich hier gerade der neue Graue Kapitalmarkt, weshalb sich der Gesetzgeber das Problem noch einmal anschauen sollte. Token sind als solche nicht am Kapitalmarkt handelbar. Sie können sie nur innerhalb einer Blockchain verkaufen. Deshalb sind sie für mich keine Wertpapiere. Ich halte es deshalb für keine gute Idee, ihnen ein eigenes elektronisches Wertpapierregister zuzuerkennen und sie in den Wertpapierhandel einzubeziehen. Das sollte noch einmal überdacht werden, da sonst ein Großteil der Vermögenslangen in diese Richtung flüchten.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir machen weiter mit der Kollegin Arndt-Brauer von der SPD-Fraktion.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Ich habe zwei Fragen an die Verbraucherzentrale Bun-desverband e.V. und an die BaFin. Ich möchte auf den Mittelverwendungskontrolleur zurückkommen. Wie beurteilen Sie die Forderung einer fortlaufenden

Kontrolle während der Existenz der Anlagegüter, auch unter Kostengesichtspunkten? Müssten die Anforderungen an die Qualifikationen des Mittelverwendungskontrolleurs im Gesetz klarer gestellt werden? Bräuchte es bei Fehlverhalten und Verstößen zusätzlicher Haftungs- oder Bußgeldregelungen?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich zunächst an Herrn Ahlers.

Sv **Christian Ahlers** (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Zur Mittelverwendungskontrolle hat Herr Loipfinger bereits umfassend ausgeführt, wie sinnvoll es ist, die Mittelverwendungskontrolle nicht nur am Anfang, sondern fortlaufend durchzuführen. Mit Blick auf die fortgeschrittene Zeit verweise ich auf diese Einschätzung. Wenn man die Mittelverwendungskontrolle regulatorisch als Mittel der Wahl nimmt, ist es auch aus unserer Sicht durchaus sinnvoll, dies nicht nur am Anfang zu machen. Das Problem der Intransparenz, dass der Kunde also keine Kontrolle hat, besteht bei solch undurchsichtigen und häufig auch nicht seriösen Projekten, ja nicht nur am Anfang, sondern es zieht sich durch. Deswegen plädieren wir dafür, dies durchaus so zu machen. In unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf haben wir dies nicht als Forderung aufgestellt, auch weil wir bei diesem Thema nicht so nah dran sind wie die BaFin. Wir hatten lediglich die Frage aufgeworfen, ob es nicht sinnvoll wäre, das zu machen. Ich würde an dieser Stelle auch hier und heute so verbleiben. Es gibt andere, die tiefer in der Thematik stecken.

Bezüglich der Qualifikation des Kontrolleurs habe ich nur wenig Erfahrung. Hierzu würde ich die BaFin sprechen lassen. Aber zum Thema Haftung möchte ich etwas sagen. Wie Herr Mattil bereits ausgeführt hat, funktioniert das mit der Mittelverwendungskontrolle nur, wenn sie mit einer Haftung unterlegt wird. Und zwar - ganz wichtig - mit einer Berufshaftpflichtversicherung, die auch in dieser Höhe greift. Sonst haben Sie das Problem, dass der Anleger im Schadensfall gegen den Mittelverwendungskontrolleur vorgehen möchte, aber keine Haftungsmasse vorhanden ist. Deshalb brauchen sie eine Versicherung. Hinzu kommt, dass der Anleger die Beweislast trägt, wobei man erwägen könnte, diese im Fall einer BaFin-Aktivität umzudrehen.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Der zweite Teil der Frage geht an Herrn Oberfrank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Es ist zutreffend, dass im eigentlichen Gesetzestext zur Qualifikation des Mittelverwendungskontrolleurs nichts gesagt wird, aber durchaus in der Gesetzesbegründung. Dort werden Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater oder auch vereidigte Buchprüfer genannt. Das ist aus unserer Sicht auch ausreichend, zumal sich nicht jeder aufdrängt. Diese Berufsgruppen verfügen in der Regel auch über eine Berufshaftpflichtversicherung bzw. Vermögenschadenhaftpflichtversicherung, so dass eine gewisse Haftung vorhanden ist. Dies sicherlich nicht in Fällen, in denen die Schäden in größere Millionenbeträge gehen, aber eine Berufshaftpflichtversicherung liegt vor.

Die Forderung, dass der Mittelverwendungskontrolleur fortlaufend kontrollieren soll, hat sich uns nicht richtig erschlossen. Aus unserer Sicht ist es ausreichend, wenn die durchgeführten Investitionen kontrolliert werden. Wenn investiert wurde, und diese Investition kontrolliert wurde, erschließt sich uns nicht, was der Mittelverwendungskontrolleur im weiteren Verlauf noch kontrollieren soll.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Fran Arndt-Brauer, wir haben noch eine Minute.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Wenn ich es richtig in Erinnerung habe, steht im Gesetzentwurf bei der Definition der Qualifikation des Mittelverwendungskontrolleurs „zum Beispiel Rechtsanwälte“. Dieses „zum Beispiel“ müsste doch gestrichen werden, oder? Denn sonst könnten auch ganz andere Professionen als Kontrolleure in Betracht kommen. Oder sehe ich das falsch?

Sv. **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich bin auch kein Jurist, aber die Formulierung „zum Beispiel“ eröffnet natürlich einen Spielraum. Wenn man die Qualifikation auf die in der Gesetzesbegründung genannten Berufsgruppen beschränken möchte, wäre die Streichung wahrscheinlich sinnvoll.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Dann machen wir mit dem Kollegen Dr. Brodesser weiter.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU): Meine nächsten Fragen gehen an Herrn Bauer von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. sowie an Herrn Oberfrank von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Die Frage an Herrn Bauer: Sehen Sie die höheren Anforderungen an den Mittelverwendungskontrolleur im Gesetzesentwurf ausreichend dargelegt? Wo würden Sie aus Anlagersicht gerne Nachschärfungen sehen?

Die Frage an die BaFin: Wie bezeichnen Sie selber die im Gesetzesentwurf festgelegte Form der Aufsicht? Handelt es sich hierbei um eine normative Aufsicht, also eine reine Plausibilitätsprüfung? Oder sehen Sie im Gesetzentwurf auch tatsächlich die Chance für die BaFin, eine operative bzw. substanziell inhaltliche Aufsicht durchzuführen? In verschiedenen Gesetzesvorhaben wird eine Finanzaufsicht mit „mehr Biss“ verlangt. Nur ein Häkchen in einer Liste zu setzen, in der es um die Geeignetheit eines Prospekts geht, verstehe ich nicht als operative oder substanzielle Aufsicht. Wie würden Sie es selbst beschreiben?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich zunächst an Herrn Bauer.

Sv **Daniel Bauer** (SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.): Die jetzige Ausgestaltung der Mittelverwendungskontrolle bringt aus meiner Sicht wenig. Die Haftung muss klar geregelt sein. Denn nur Haftung erzeugt Druck und verleitet zu verantwortlichem Handeln. Es muss klar geregelt sein, unter welchen Voraussetzungen und in welcher Höhe gehaftet wird. In diesem Zusammenhang spielt auch die Berufshaftpflichtversicherung eine Rolle. Gängige Berufshaftpflichtversicherungen für Rechtsanwälte beschränken sich häufig auf eine Haftungssumme von 500 000 Euro. Das bringt wenig. Wir sprechen hier von Schäden im Einzelfall von 50 bis 80 Millionen Euro. Deshalb müssen die Haftungssummen so ausgestaltet sein, dass die Versicherungen in einem Schadensfall auch entsprechend haften.

Der Mittelverwendungskontrolleur sollte auch über entsprechende Einsichtsrechte verfügen. Wir kennen aus der Praxis Konstruktionen im Bereich der Mittelstandsanleihen, zum Beispiel Treuhandkonstruktionen, bei denen der Emittent dem Treuhänder Einsichtsrechte verweigert. Dieser muss dann vor Gericht klagen. Das ist sehr ungünstig.

Schaut man sich den Fall P & R an, muss man sagen, dass auch dort ein Mittelverwendungskontrolleur wenig geholfen hätte. Das waren im Endeffekt Betrüger. Diese hatten zwar Seecontainer, aber auch ein Mittelverwendungskontrolleur kann nicht jeden Container prüfen und genau zuordnen. Wenn jemand betrügen will, dann tut er das auch und fälscht die entsprechenden Seecontainernummern. Der Mittelverwendungskontrolleur muss deshalb umfassende Einsichtsrechte in Unterlagen bekommen, auch zur Verhinderung eines Schneeballsystems. Wenn jemand wirklich auf Betrug aus ist, wird das Gesetz in der aktuellen Form nicht ausreichen, diesen zu verhindern.

Auch die Finanzierung ist ein großes Thema. Wer zahlt, schafft an. Das ist ein Sprichwort. Deshalb sehe ich es kritisch, dass der Mittelverwendungskontrolleur im Endeffekt vom Emittenten bezahlt wird.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Der zweite Teil der Frage geht an Herrn Oberfrank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Herr Dr. Brodesser, Sie sprachen die gewünschte „BaFin mit Biss“ an. In der Tat gibt es ein Transformationsprojekt, was zurzeit stattfindet. Ein Teil dieses Transformationsprojektes ist die Prüfung, ob eine materiell-inhaltliche Aufsicht oder Prüfung von Prospekten durchgeführt werden soll. Die Frage ist hier, ob es durchgeführt werden „soll“ und nicht „ob es geht“. Denn „gehen“ tut es prinzipiell immer. Dazu werden wir im Sommer eine sogenannte Nutzenvalidierung vorlegen. Das ist unser Auftrag. Derzeit arbeiten wir daran. Man muss sich aber im Klaren darüber sein, dass selbst eine materielle Prüfung immer nur eine Momentaufnahme sein kann. Es können hierbei nur wenig Aussagen über die Zukunft, Sicherheit oder Solidität eines Investments getroffen werden. Insofern muss man schauen, was das Ziel einer solchen Prüfung ist und was sie leisten kann.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir kommen zur FDP-Fraktion. Dort stellt die nächste Frage der Kollege Schäffler.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich möchte gern eine kurze Vorbemerkung zu Herrn Mattil bezüglich der elektronischen Wertpapiere machen. Sie haben das mit der dezentralen Aufsicht des Registers richtig

beschrieben. Das wird demnächst die BaFin überprüfen. Ob das dann besser funktioniert, werden wir sehen. Hier zeigt sich ein zentraler Konstruktionsfehler: Es wird nicht definiert, was überhaupt eine Blockchain ist. Wenn man dies tun würde und den Punkt zu Ende denkt, würde man zu dem Ergebnis kommen, dass sich die Blockchain selbst kontrolliert. Daher muss dies definiert und in das Gesetz geschrieben werden. Aber das tut man nicht und geht deshalb dort die gleichen Gefahren ein.

Meine Frage geht an die Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner, Herrn Kremer. Sie können nicht bestreiten, dass in der Branche auch schwarze Schafe gibt. Diese wurden heute auch bereits genannt. Was könnte man aus Ihrer Sicht tun, um den mündigen Verbraucher an dieser Stelle zu stärken?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich an Herrn Kremer, Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner.

Sv **Uwe Kremer** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Wir haben vorhin die Risikoverschiebung bei einem völligen Blind-Pool-Verbot beschrieben. Ein komplettes Blind-Pool-Verbot wirkt ebenso wie ein Semi-Blind-Pool risikoerhöhend. Wir plädieren für eine Art Mittelweg, in dem man Investitionskriterien definiert. Der Mittelverwendungskontrolleur würde die Einhaltung der Investitionskriterien kontrollieren. Im Prinzip befürworten wir ein zweistufiges System. In einem ersten Schritt müsste der Anbieter seinen Prospekt bei der BaFin einreichen. Dadurch hätte die BaFin einen Kontrollmechanismus im Vorwege. Die BaFin hat schon heute nach KAGB einen Investitionskriterienkatalog für Blind-Pools, den sie abarbeitet. Hier haben wir also ein Instrumentarium, das wir aufgreifen und 1:1 verwenden könnten. Diese Investitionskriterien sind im Verwaltungshandeln der BaFin erprobt, weil diese auch später bei der Prospektbilligung beteiligt ist. Daher haben wir ein erprobtes Szenario, auf welches wir zugreifen könnten.

Im zweiten Schritt, in der Investitionsphase, haben wir dann den Mittelverwendungskontrolleur, der gewährleistet, dass die Investitionen auch prospektkonform entsprechend den Investitionskriterien erfolgen. Wenn bei einem Blind-Pool das Investitionsprojekt ausreichend klar definiert wird, beispielsweise, dass Investitionen in Wohnanlagen an bestimmten Standorten zu bestimmten Kaufpreisrelationen erfolgen sollen, führt dieses zu keiner Beeinträchtigung des Anlegerschutzes. Durch unsere Konstruktion würden auch für den Verbraucher attraktive und lukrative Anlagemöglichkeiten erhalten bleiben, die bei einem pauschalen Blind-Pool-Verbot sonst vom Markt verschwinden würden.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Wer legt den in Blind-Pools an?

Sv **Uwe Kremer** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Eine von „kapital-markt intern“ durchgeführte Studie vom Mai 2020 belegt, dass die durchschnittliche Höhe der Investments bei 29 000 EUR liegt. Wir reden in diesem Bereich also nicht mehr über den klassischen Kleinanleger. Auch lagen viele der angesprochenen Beispiele, wie Prokon, zeitlich vor dem Erlass des Kleinanlegerschutzgesetzes. Auch bei P&R darf nicht verkannt werden, dass dort die Problemlage schon lange bestanden hat, bevor P&R der Kontrolle durch das Vermögensanlagengesetz unterfiel. P&R war schon vorher pleite.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die nächste Frage stellt der Kollege Liebich für die Fraktion DIE LINKE.

Abg. **Stefan Liebich** (DIE LINKE.): Zum Stichwort BaFin „mit Biss“ würde ich gerne die Kolleginnen und Kollegen der Koalitionsfraktion fragen, was eigentlich mit der Aufsichtsübertragung für Finanzanlagenvermittler an die BaFin passiert. Aber das darf ich nicht, weil sie heute nicht anzuhören sind.

Daher richte ich meine Frage an Herr Mattil. Wo sehen Sie bei dem Stichwort Prospektprüfung noch Möglichkeiten, die Rolle der BaFin zu stärken. Wäre dies sinnvoll? Meine Fraktion befürwortet eine obligatorische Zulassungsprüfung von Finanzinstrumenten und Finanzdienstleistungen. Ist das aus Ihrer Sicht der richtige Weg? Oder haben Sie andere Vorschläge?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich an Herrn Rechtsanwalt Mattil.

Sv **Peter Mattil (**Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht): Zur Aufsicht über die Finanzanlagenvermittler: Im Grunde ist alles bei der BaFin. Bei der BaFin sind die Prospekte einzureichen, dort werden die Finanzdienstleistungsinstitute und künftig auch die Schwarmfinanzierer überwacht.

Alles ist bei der BaFin. Nur die Finanzanlagenvermittler werden noch von den Gewerbeaufsichtsämtern beaufsichtigt. Für mich gibt es hierfür kein einziges schlüssiges Argument. Die Aufsicht über die Finanzanlagenvermittler muss auch auf die BaFin übertragen werden.

Zur Prospektprüfung: Nach dem Gesetz prüft die BaFin die Kohärenz, also die Frage, ob die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage und die Fähigkeit, den Verpflichtungen nachzukommen, widerspruchsfrei dargestellt ist. Das ist zwar keine inhaltliche Prüfung, aber bei konsequenter Anwendung kann man das weit auslegen, tiefer in ein Prospekt hineinschauen und dies nicht nur formell abhaken. Bei der inhaltlichen Prüfung des Prospektes stellen sich teilweise schwierige Abgrenzungsfragen. Bleiben wir mal bei dem Beispiel von P&R. Dort wurde behauptet, dass Millionen von Containern auf Schiffen in Asien und Amerika unterwegs seien. Das kann man nicht prüfen. Man kann auch nicht bei dem Kauf einer ausländischen Immobilie, die renoviert werden soll, dorthin fahren und sich die Immobilie anschauen. Das ist schwierig. Hätte man aber bei P & R die Bilanzen geprüft, hätte man gesehen, dass dort überhaupt keine Container bilanziert waren, weder im Anlage- noch im Umlaufvermögen. Das bedeutet, dass selbst die einfachste Plausibilitätskontrolle die P&R hätte überführen können. Dazu braucht man keine Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit. Das ist insgesamt aber sicherlich ein schwieriges Thema.

Sie sprachen die obligatorische Zulassungsprüfung von Finanzinstrumenten und Dienstleistungen an. Das ist eine sinnvolle Sache. Eine Zulassungsprüfung würde sich aus meiner Sicht auf ein Segment wie dem Grauen Kapitalmarkt beziehen, auf Genussrechte oder auch Nachrangdarlehen. Das ist ein Marktsegment, wo ich bislang nichts Vernünftiges gesehen habe. Im Gegenteil. Die Leute werden über den Tisch gezogen. Das ist unvorstellbar.

Auch die vorhin von mir angesprochene Tokenisierung, die sich gerade breit macht, spielt hier eine Rolle. Meines Erachtens sollte zunächst die Grundsatzfrage gestellt werden, ob man solche Dinge überhaupt zulassen möchte. Es sollte geprüft werden, ob so etwas erwünscht und zulassungsfähig ist.

Eine Zulassungsprüfung müsste sich auch auf Emittenten beziehen. Gerade bei Vermögensanlagen gibt es viele Emittenten, die überhaupt keine Ahnung haben. Die kommen irgendwo her und fangen an, Produkte zu stricken und Vermögensanlagen und Wertpapiere zu basteln. Das bringen sie dann unter die Leute, haben aber keinerlei Erfahrungen. Was die Emittenten betrifft, gibt es also überhaupt keine Kontrolle.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die nächste Frage stellt Kollege Dr. Brodesser für die CDU/CSU-Fraktion.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU): Wenn ich die bisherige Anhörung rekapituliere, so zeigt sich für mich, dass wir einerseits sinnvolle und volkswirtschaftlich nutzstiftende Investitionen ermöglichen, aber zugleich auch den Anlegerschutz verbessern wollen. Insofern knüpfe ich an das an, was Herr Kremer zuletzt ausgeführt hat: Er hat im Grunde das Gesetz aus Sicht des Anlegers als gut bezeichnet, weil der Mittelverwendungskontrolleur eingerichtet wird. Auf der anderen Seite hat Herr Kremer auf die bei alternativen Investmentfonds praktizierte Verfahrensweise hingewiesen, bei der die BaFin einen klaren Kriterienkatalog prüft und damit ein Stück weit über eine nominelle Prüfung hinausgeht, also eine Plausibilitätskontrolle in operativer Hinsicht durchführt. Ich möchte das jetzt auf ein konkretes Beispiel im Immobilienbereich übertragen. Sie hatten vorhin auf die Schwierigkeit hingewiesen, dass bei Immobilienvermögensanlagen häufig Kosten im Vorlauf entstehen, zum Beispiel im Zusammenhang mit der Sicherung des Grundstücks. Meine Frage: Was würde auf der Grundlage Ihres Vorschlags passieren, wenn alles vorliegt, also Baugenehmigung, Auflassungsvormerkung etc., und es am Ende doch nicht zu einem Direktinvestment kommt? Es sind ja Kosten entstanden. Wie kann der Anleger an dieser Stelle geschützt werden?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich an Herrn Kremer von der Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner.

Sv **Uwe Kremer** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Nehmen wir an, wir hätten ein konkretes Immobilienobjekt in Berlin-Mitte, das exakt beschrieben wird, bei dem wir aber aus unterschiedlichsten Gründen nicht

ausreichend Kapital einsammeln (Gesamtvolumen: 50 Millionen Euro, 20 Millionen werden eingesammelt) und deshalb das Projekt nicht realisieren können: Die Vorlaufkosten gehen hier in der Regel zu Lasten der bereits beigetretenen Anleger. Hätten wir ein solches Projekt als Blind-Pool initiiert, hätte dies im Unterschied zum ersten Fall den Vorteil, dass nicht erhebliche Teile der bereits entstandenen Kosten verloren gingen. Sie könnten bestimmte Kosten schlicht für ein anderes Projekt verwenden, diese also einer anderen Verwendung zuführen, wenn auch vielleicht nicht im selben Umfang. Hätten Sie eine konkrete Vermögensanlage mit einem Prospekt müssten Sie hingegen rückabwickeln und die Anleger verlören einen Teil ihres Geldes.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU): Würden Sie dann sagen, dass ein konkreter Investitionskatalog, wie bei den AIF's, die BaFin deutlich materiell stärken würde?

Sv **Uwe Kremer** (Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner): Ja, es würde die BaFin in eine Position bringen, darüber zu entscheiden, ob sie die Vermögensanlage zulässt oder nicht. Auch wäre sie in der Lage, flexibel auf Veränderungen im Markt reagieren zu können, beispielsweise auf die von mir angesprochenen aktuellen pandemiebedingten Änderungen im Bereich der Gewerbeimmobilien. Das würde die BaFin stärken.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die nächste Frage stellt für die Fraktion BÜNDNIS90/DIE GRÜNEN der Kollege Schmidt.

Abg. **Stefan Schmidt** (B90/GR): Meine Fragen gehen an Herrn Loipfinger und an Herrn Ahlers. Welche Maßnahmen, die bisher nicht im Gesetzentwurf enthalten sind, sind nach Ihrer Auffassung zusätzlich notwendig? Im Wesentlichen haben Sie den Gesetzentwurf begrüßt. Ich bitte, zusammenfassend die Punkte aufzuzeigen, bei denen wir als Gesetzgeber nachbessern können, um den Anlegerschutz auf dem Grauen Kapitalmarkt weiter zu stärken.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich zunächst an Herrn Loipfinger.

Sv **Stefan Loipfinger**: Die Auskunftspflicht der BaFin gegenüber „Jedermann" in § 19 VermAnlG sollte man überdenken. „Jedermann" kann auch ein Journalist sein. Dies könnte man als Eingriff in die Pressefreiheit werten, wenn die BaFin auf dieser Grundlage von Journalisten die Herausgabe von Unterlagen verlangt. Das ist kein theoretisches Beispiel. Ich selbst habe dies 2004 schon im Zusammenhang mit offenen Immobilienfonds erlebt. Die Auskunftspflicht gegenüber „Jedermann" sollte daher konkretisiert werden.

Auch § 11a VermAnlG sollte überdacht werden. Dieser wird zwar leicht geändert, aber nicht in einem aus meiner Sicht zentralen Punkt. Meines Erachtens müssen die Inhalte der Meldungen präzisiert werden. Denn es ist leider gängige Praxis, dass die Meldungen der Emittenten so allgemein gefasst sind, dass der Anleger damit nichts anfangen und nicht einschätzen kann, was die Meldung letztendlich für ihn bedeutet.

Ich möchte auch das Thema Transparenzpflichten ansprechen - ein zentraler Punkt, der sich über viele Gesetzesvorhaben durchzieht. Der Gesetzgeber betont stets, dass die Transparenz erweitert werden soll. Dann wäre es sehr wichtig, dass Transparenzvorschriften auch für ältere Vermögensanlagen greifen. Dies stellt keinen Eingriff dar. Es geht einfach nur darum, dass auch alte Vermögensanlagen transparenter berichten sollen.

Zum Schluss noch zwei Anmerkungen zu den Ausführungen der BaFin. Die Berufshaftpflichtversicherung greift nicht in Fällen vorsätzlichen Handelns. Es greift deshalb zu kurz, sich bei Vorliegen einer Berufshaftpflichtversicherung sicher zu fühlen.

Auch muss ich der Einschätzung widersprechen, dass eine Mittelverwendungskontrolle zu Beginn ausreicht. Bei P&R hätte es dazu geführt, dass die Container gekauft und anschließend verkauft worden wären und niemand hätte es gemerkt.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Herr Ahlers.

Sv **Christian Ahlers** (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Mit Blick auf die sich dem Ende zuneigende Legislaturperiode halte ich den vorliegenden Gesetzentwurf für gut und fände es schade, wenn er nicht käme.

Vieles von dem, was heute gesagt wurde, deckt sich mit dem, was wir als Verbraucherzentralen aus der Beratung kennen. Dazu zwei Anmerkungen: Auch bei Anlagesummen in der Höhe von 15 000 bis 25 000 Euro sprechen wir dennoch über Verbraucher.

Auch diese Leute kommen zu uns in die Schadenfallberatung. Das sind durchaus normale Summen. Zweiter Punkt: Verjährung. Das ist ganz wichtig. Die Verjährungsfrist beträgt zehn Jahre. Für die Haftung stellt das ein großes Problem dar. Wenn die 10-Jahresfrist weiter gilt, wird die Haftung ins Leere laufen. Ich bitte Sie, darüber nachzudenken.

Beim zweiten großen Thema der Aufsichtsübertragung glaube ich, dass der präventive Charakter der Maßnahmen erst im Zusammenspiel mit der Aufsichtsübertragung seine volle Wirkung entfalten kann. Sie hätten dann erstmals den Fall, dass man die Produktaufsicht der BaFin und die Vertriebsaufsicht der Gewerbeaufsichtsämter in einer Hand bei der BaFin hätten. Zusätzlich würde die Produktintervention gestärkt werden.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir kommen jetzt zur letzten Frage dieser Anhörung. Diese stellt die Kollegin Arndt- Brauer.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Ich möchte die letzten Fragen an die vzbv und BaFin stellen. Herr Dr. Brodesser fragte, ob es wirklich eine Verbesserung bringt, wenn man eine klare Fassung des Investitionskatalogs auch bei den Blind-Pools anlegen würde. Sehen Sie das auch so? Wäre das sinnvoll?

Vorsitzende **Katja Hessel**: Die Frage richtet sich zunächst an Herr Ahlers, Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.

Sv **Christian Ahlers** (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv)): Ich glaube nicht, dass das das Problem, das die Verbraucher heute am Grauen Kapitalmarkt haben und das durch die Blind-Pool-Konstruktion auf die Spitze getrieben wird, tatsächlich löst. Der Regulierungsansatz ist ein informationsbasierter: Der Grundgedanke ist, dass sich der Anleger die Informationen zusammen sucht und auf dieser Grundlage eine wirtschaftliche Entscheidung trifft. Das ist auf dem Grauen Kapitalmarkt selten möglich, da sie die zwischengeschalteten Profiinstanzen eines regulierten Marktes nicht haben. Bei den Aktienanleihen weiß man, wenn bestimmte Renditen am Sekundärmarkt gehandelt werden, dass es sich hierbei um Einschätzungen von Profianlegern handelt. Das haben Sie in der Form am Grauen Kapitalmarkt nicht. Das ist schon mal an sich ein grundsätzliches Problem. Deswegen sagt die Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. seit Jahren, dass man hier aus dem aktiven Vertrieb vollständig raus gehen müsste, also nicht mehr bewerben, nicht mehr beraten, nicht mehr vermitteln. Man würde dies nur noch für reine Selbstentscheider im Rahmen von Privatplatzierungen zulassen. Wenn ich jetzt die Blind-Pools nehme, dann führt das das ad absurdum, weil die Informationen nicht vorliegen. Ich sehe momentan nicht, wie die Kriterienkataloge dieses Problem aus Anlegersicht ändern können. Aus Sicht der BaFin könnte sich das anders darstellen, deshalb bin ich gespannt, was der Kollege aus der BaFin dazu sagt. Ich kann aus Anlegersicht sagen, dass das Problem durch die Kriterienkataloge nicht gelöst wird. Das Blind-Pool-Verbot bleibt dort eine sinnvolle Maßnahme.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Der zweite Teil der Frage geht an Herrn Oberfrank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Im Ergebnis schließe ich mich dem Fazit von Herrn Ahlers an. Wir glauben auch nicht, dass der Kriterienkatalog ausreichend wäre. Wir haben es häufig mit Privatanlegern zu tun. Als Privatanleger bringt man typischerweise kein ausgeprägtes Fachwissen mit. Ich habe häufig eine Situation, in der ich kaum eine professionelle Berichterstattung über die geplanten Projekte habe. Das ist anders als bei Aktien, über die ich mich jeden Tag in der Zeitung informieren und die Einschätzung von Analysten heranziehen kann. Es ist auch anders als bei Anleihen, wo ich Ratingagenturen habe, die das Rating von Emittenten oder der Anlage vornehmen. Bei Blind-Pools bin ich weitgehend auf die Unterlagen angewiesen, die ich vom Anbieter erhalte. Das ist ein Verkaufsprospekt, und auch wenn die BaFin die Verständlichkeit des Prospekts überprüft, ist es dennoch ein umfangreiches und nicht immer leicht lesbares Produkt. Ich bin mir auch nicht sicher, wie intensiv sich Anleger Prospekte durchlesen, insbesondere die sehr empfehlenswerten Risikohinweise. Ich befürchte aber, dass viele Anleger sich auf die Vermarktungsunterlagen des Anbieters verlassen. Letztendlich ist ein Blind-Pool in erster Linie eine Vertrauenssache. Das halte ich für ein schwieriges Konzept, wenn Leute im fünfstelligen Bereich anlegen wollen. Insofern halten wir es für sinnvoll, Blind-Pools sowie Semi-Blind-Pools künftig zu untersagen, so wie es der Gesetzentwurf vorsieht. Wir haben verschiedentlich darüber gesprochen,

dass es Möglichkeiten gibt, in den Wertpapierbereich zu gehen, wo Blind-Pools nicht verboten sind, oder in geschlossene Publikumsfonds.

Abg. **Ingrid Arndt-Brauer** (SPD): Ich möchte bei der BaFin nachfragen: Wie beurteilen Sie die Beschränkung des Vertriebs von Vermögensanlagen auf beaufsichtigte Vermittler? Finden Sie das sinnvoll?

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ein Berater unterliegt höheren Ansprüchen als ein Vermittler. Gleichwohl ist es ein Fortschritt, einen Vermittler einzuschalten, da man keinen Eigenvertrieb mehr durch das Unternehmen hat. Insofern ist der Anleger nicht mehr ausschließlich auf das angewiesen, was er vom Anbieter erhält. Das ist auf jeden Fall ein Fortschritt.

Vorsitzende **Katja Hessel**: Wir sind damit am Ende der heutigen Anhörung. Ich darf mich ganz herzlich bei allen Sachverständigen bedanken, die mit ihrer Zeit und ihrem Expertenwissen zur Verfügung standen. Den Kolleginnen und Kollegen aus dem Finanzausschuss möchte ich noch den Terminhinweis geben: Wer sich mit dem Transparenzregister beschäftigen möchte, kann dies um 13.30 Uhr tun. Dann findet hierzu die Anhörung statt. Es freut mich, dass sie alle da waren. Bleiben Sie alle gesund. Ich würde mich freuen, wenn ich sie demnächst alle persönlich sehen würde. Eine schöne Woche noch.

Schluss der Sitzung: 13:13 Uhr

Katja Hessel, MdB
Vorsitzende

- Anlagenverzeichnis -

Anlage 1: Stellungnahme der Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner

Anlage 2: Stellungnahme des Bundesverbandes WindEnergie e.V. (BWE)

Anlage 3: Stellungnahme von Herrn Stefan Loipfinger

Anlage 4: Stellungnahme von Herrn Peter Mattil, Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht

Anlage 5: Stellungnahme der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

BMI
Bundesarbeitsgemeinschaft
mittelständischer
Investmentpartner

BMI Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner | Grafenberger Allee 337a | 40235 Düsseldorf

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 Vermögensanlagengesetzes 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: <u>Nicht die Angebote sind das Problem, die nach Prospektauflage investieren, sondern die verbleibenden ‚Blind-Pools' **ohne Investitionskriterien**!</u>

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 Vermögensanlagengesetz 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 vorgesehen 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 Verkaufsprosekten.

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 Investitonsgegenstände 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.

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

Erneuerbare Energien (Deutschland): U. a. durch fortwährende Anpassungen des Rechtsrahmen 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 Vermögensanlagengesetz 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, vereinzelte 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 Prospektauflage 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 VermAnlG-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 immobilen 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 Diversifierierung; 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 -

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

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

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

kapital-markt intern verlag

kapital-markt intern

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

Mai 2020

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 regulierte[1] 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** (**SDG**s) 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

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch **eine moderate Kostenstruktur** aus, teilweise schlanker als bei AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten zugunsten der Anbieter aufweisen, die Vermögensanlagen i. d. R. nicht vorsehen.

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**, die allerdings nahezu ausschließlich nach festen Investitionskriterien investieren. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool" ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko" darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission ohne grundlegenden Nutzen für den Anlegerschutz deutlich erschweren.

II Einleitung – Vermögensanlagen: Legaldefinition, Markt und Untersuchungsgegenstand

1 Vermögensanlagen: Gesetzliche Regulierung und Legaldefinition

Bei den im Zuge dieser Studie untersuchten Anlageangeboten handelt es sich um **Vermögensanlagen und Direktinvestments**. Um welche Angebote es sich herbei konkret handelt und welche gesetzlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen diesbezüglich gelten, soll im folgendem skizziert werden.

Die Regulierungsintensität bei Vermögensanlagen wird auch heute noch gelegentlich in der öffentlichen Diskussion unterschätzt. Die nachfolgende stichwortartige dokumentierte Chronologie der Regulierungsmaßnahmen in diesem Bereich belegt jedoch eine umfassende Regulierung:

- Im Jahr 1990 wurde mit dem **Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz** (**VerkaufsprospektG**) die Pflicht geschaffen, für Wertpapiere, die nicht an einer inländischen Börse gehandelt werden, einen Prospekt zu veröffentlichen.

- Im Jahr 1998 wurde im Zuge des **Dritten Finanzmarktförderungsgesetz**es die Vorgabe geschaffen, dass das **Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel** (Vorgänger der **BaFin** und Hinterlegungsstelle für Prospekte seit 1995) die Veröffentlichung von Prospekten gestatten muss.

- Im Rahmen des **Anlegerschutzverbesserungsgesetz**es im Jahr 2004 wurde die **Prospektpflicht** mit obligatorischer Billigung der Prospekte durch die BaFin auch für **„Angebote anderer Vermögensanlagen"** als Wertpapiere gesetzlich verankert und somit auf „für im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren (...) verbriefte Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, für Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen), oder für Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds", erweitert (**Legaldefinition**). Unabhängig davon war es bereits zuvor gängige Praxis, detaillierte Prospekte zu Angeboten von Vermögensanlagen zu veröffentlichen, die wiederum nicht im „luftleeren Raum" standen, sondern den zivilrechtlichen Vorgaben des BGH u. a. zur Prospekt- und Vertriebshaftung entsprechen mussten.

- Im Jahr 2004/2005 tritt zudem die korrespondierende **Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung** in Kraft, in der detaillierte Vorgaben zur Erstellung von Vermögensanlagen-Prospekten gemacht werden.

- Am 1. Juni 2012 trat an Stelle des **VerkaufsprospektG** das neue **Vermögensanlagengesetz** (**VermAnlG**) in Kraft, das zu einer weiteren Verschärfung der Regulierung und Anpassung der Prospektprüfung an den Wertpapierbereich führt: Es führt die Prüfung der **Kohärenz**, das heißt der Widerspruchsfreiheit, auch für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte ein. Wertpapierprospekte prüft die BaFin bereits daraufhin. Auch die Billigung von Vermögensanlagen-Verkaufsprospekten und von Nachträgen wird der Prüfungspraxis bei Wertpapierprospekten angepasst. Das neue **Vermögensanlagen-Informationsblatt** (**VIB**) soll zudem Vermögensanlagen für den Anleger transparenter und vergleichbarer machen. Das Vermögensanlagengesetz führt darüber hinaus neue Rechnungslegungsvorschriften für Emittenten ein und regelt die Prospekthaftung bei fehlerhaften und fehlenden Verkaufsprospekten neu (Quelle: BaFin).

- Parallel hierzu unterliegt nunmehr auch durch das **Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts** der Vertrieb von Vermögensanlagen einer Erlaubnispflicht nach § 34f der Gewerbeordnung.

- Weitere Verschärfungen der Regulierung und Neuerungen erfolgen durch das **Kleinanlegerschutzgesetz**, das am 10. Juli 2015 in Kraft getreten ist: Hierdurch wird die Prospektpflicht erweitert. Finanzprodukte, wie etwa **partiarische Darlehen**, **Nachrangdarlehen** und bestimmte **Direktinvestments**, werden erstmals einer Prospektpflicht nach dem VermAnlG unterworfen. Zur Sicherstellung der Aktualität von Vermö-

gensanlagen-Verkaufsprospekten werden diese künftig nur noch zwölf Monate lang für öffentliche Angebote gültig sein. Soll nach diesem Zeitpunkt weiter öffentlich angeboten werden, ist ein neuer Prospekt zu erstellen. Zum Schutz der Anleger werden eine Mindestlaufzeit von Vermögensanlagen von 24 Monaten sowie der Ausschluss von Vermögensanlagen mit einer Nachschusspflicht geregelt. Werbung für Vermögensanlagen, in der auf wesentliche Merkmale der Vermögensanlage hingewiesen wird, muss einen Hinweis auf den Verkaufsprospekt sowie dessen Veröffentlichung und bestimmte Warnhinweise enthalten. Die BaFin kann ferner sofort vollziehbare Maßnahmen sowie Bußgeldentscheidungen auf ihrer Internetseite bekanntmachen. Auch für die Zeit nach Beendigung des öffentlichen Angebots werden neue Pflichten für den Anbieter und den Emittenten eingeführt: Der Anbieter muss die BaFin über die Beendigung des öffentlichen Angebots und die vollständige Tilgung der Vermögensanlage informieren. Der Emittent muss künftig nach Beendigung des öffentlichen Angebots bis zur vollständigen Tilgung der Vermögensanlage jede neue Tatsache veröffentlichen, die geeignet ist, die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber dem Anleger erheblich zu beeinträchtigen (Quelle: BaFin).

- Im Jahr 2016 wurde zudem durch das **Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz** (**1. FiMaNoG**) der Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes und damit die Prospektpflicht deutlich ausgeweitet auf die restlichen verbliebenen Direktinvestments ohne feste Rückkaufzusage. Die **Legaldefinition von Vermögensanlagen** gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG umfasst damit nunmehr auch Direktinvestments ohne feste Rückkaufzusage, wie sie bspw. von P&R angeboten wurden. Damit ist die Regulierung auch hinsichtlich Vertrieb und Prospektpflicht quasi lückenlos. Zum „Grauen Kapitalmarkt" dürften ab diesem Zeitpunkt bspw. sog. Gold- oder Edelmetallsparpläne gehören, die allerdings keine Vermögensanlagen im Sinne des Gesetzes darstellen.

- **Geplante Maßnahmen**: Am 15. August 2019 wurde ein **„Maßnahmenpaket zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes"** des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlicht. Damit sollen die Kompetenzen der Finanzaufsicht bei der Überwachung von Finanzprodukten wie auch bei deren Vertrieb erweitert werden. Vermögensanlagen sollen noch strenger reguliert werden, u. a. durch Verbot von Blindpool-Konstruktionen bei Vermögensanlagen sowie eine verpflichtende Mittelverwendungskontrolle durch unabhängigen Dritten im Fall von Direktinvestments.

[2] https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html

Schlussfolgerung und Bewertung

Die geplanten Regulierungsschritte und Maßnahmen sollten sorgfältig und mit Bedacht erfolgen. Sinnvoll ist es, die Ergebnisse der vorliegenden Studie zu berücksichtigen, die aktuelle empirische Daten über den realen mehrjährigen Verlauf von Vermögensanlagen liefert.

Hierbei ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass insbesondere in der jüngeren Vergangenheit – wie oben dargstellt – bereits umfangreiche und effektive Regulierungsmaßnahmen im Bereich der Vermögensanlagen umgesetzt wurden.

Unzutreffend sind daher pauschale Annahmen, dass es sich um einen „grauen" Kapitalmarkt bzw. ein schwach reguliertes Anlagesegment handelt. So äußerte sich laut „WirtschaftsWoche online" vom 15. August 2019 bspw. BMJV-Verbraucherschutz-Staatssekretär **Gerd Billen** anlässlich der Vorstellung des Maßnahmenpakets wie folgt: „Wir wollen den Sumpf am grauen Kapitalmarkt damit weiter austrocknen".

Derartige pauschale Unterstellungen eines „Sumpfes" insbesondere durch einen Vertreter der Exekutive sind allerdings entschieden zurückzuweisen, da sie den Tatsachen nicht entsprechen. Laut **BaFin** spricht man vom „Grauen Kapitalmarkt", wenn Anbieter „nur wenige gesetzliche Vorgaben erfüllen müssen".[2]

Zudem weisen Angebote des Grauen Kapitalmarktes laut BaFin weitere Merkmale auf, nämlich dass bspw. „mit hohen Zinsen oder Renditen über dem allgemeinen Marktniveau" sowie „mit der vermeintlichen Sicherheit der Kapitalanlage geworben wird". **Dies ist hier erkennbar angesichts der umfangreichen Regulierung und gesetzlichen Pflichten für Anbieter von Vermögensanlagen, die insbesondere auch die Werbung reglementieren, nicht der Fall.** Auch das Renditeniveau von Vermögensanlagen ist nicht marktuntypisch, sondern entspricht dem von Unternehmensanleihen, so dass hier ebenfalls kein Graumarkt-Kriterium vorliegt.

Auch der Verweis auf die Pleite des Container-Direktinvestment-Anbieters **P&R** ist kein Beleg für bzw. bietet keinen Rückschluss auf Lücken in der bestehenden gesetzlichen Regulierung für Vermögensanlagen: Die Geschäftstätigkeit von P&R fand bis einschließlich 2016 ohne gesetzliche Aufsicht statt, da die P&R-Angebote bis Ende 2016 nicht als Vermögensanlagen nach Vermögensanlagengesetz galten. Diese Lücke wurde inkl. einer Übergangsfrist Ende 2016 durch das 1. FiMaNoG geschlossen (s. o.). Das bedeutet zum einen, dass die bestehende Regulierung von Vermögensanlagen nicht für langjährige Fehlentwicklungen im Fall P&R verantwortlich gemacht werden kann. Zum anderen wurde die Lücke insofern bereits schon geschlossen, als Angebote wie von P&R ab 2017 der gesetzlichen Prospektpflicht und sonstigen Befugnisse der BaFin sowie der Erlaubnispflicht seitens des Vertriebs unterfallen.

2 Marktübersicht Vermögensanlagen

Öffentliche prospektpflichtige Angebote für Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG umfassen u. a. hauptsächlich Unternehmensbeteiligungen (KG-Beteiligungen), Namensschuldverschreibungen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Direktinvestments bzw. sonstige Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 Nr. 7.

In den Jahren 2014 bis 2019 wurden von der BaFin prospektpflichtige Vermögensanlagen in folgender Anzahl gebilligt (**ohne** sog. Schwarmfinanzierungen bzw. Crowdinvestments):

Tabelle 1: Gebilligte Prospekte

2014	2015	2016	2017	2018	2019
53	50	77	93	84	40*

* = Schätzwert, Quellen: BaFin-Jahresberichte, Bundesanzeiger, eigene Erhebungen

Die Verteilung dieser Vermögensanlagen auf die Beteiligungsformen und Anlageklassen kann den jeweiligen öffentlichen BaFin-Jahresberichten detailliert entnommen werden. Über den Zeitraum von 2014 bis 2019 sind dies zahlenmäßig überwiegend KG-Beteiligungen, Namensschuldverschreibungen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Direktinvestments bzw. sonstige Vermögensanlagen.

Bei den Anlageklassen dominieren hinsichtlich der Zahl der Angebote langjährig Windkraft, in- und ausländische Immobilien (inkl. Zweitmarkt), Transport/ Container/Logistik, Forstwirtschaft, Solar und sonstige Erneuerbare Energien. Die hohe Anzahl von Angeboten im Bereich Windkraft hängt damit zusammen, dass viele sog. Bürgerwindparks als Vermögensanlagen konzipiert werden. Bei Bürgerwindparks handelt es sich jedoch überwiegend nur im eingeschränkten Sinne um „öffentliche" Angebote, da sich das Beteiligungsangebot vorwiegend an Bürger mit Wohnsitz in Projektnähe richtet.

Das Zeichnungsvolumen von Vermögensanlagen im Absatzmarkt Deutschland bei Privatanlegern in den Jahren 2014 bis 2019 stellt sich wie folgt dar (Angaben in Mio. € ohne Berücksichtigung von Crowdinvestments und Einmal-Emittenten wie z. B. Bürgerwindparks):

Tabelle 2: Marktvolumen von Vermögensanlagen in Mio. €

2014	2015	2016	2017	2018	2019
906	475	442	670	574	844

Quelle: Öffentliche Platzierungsstatistik von kapital-markt intern der Jahre 2014 bis 2019

Hinweis

Der Ausweis von Daten vor dem Jahr 2014 ist hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit späteren Jahren nur eingeschränkt sinnvoll, da der Gesamtmarkt sich durch das Inkrafttreten des **Kapitalanlagegesetzbuch**es (**KAGB**) ab dem Jahr 2013 signifikant änderte: Anlageangebote, die vor 2013 als Vermögensanlagen aufgelegt wurden, sind ab 2013 auch nach Vorgaben der BaFin teilweise nicht mehr als Vermögensanlagen, sondern als Publikums-AIF bzw. Investmentvermögen nach KAGB aufgelegt worden. Die BaFin hat zur Abgrenzung von Investmentvermögen und u. a. Vermögensanlagen eine entsprechende Auslegungsentscheidung[3] veröffentlicht. Der Unterschied zwischen Vermögensanlagen und AIF besteht demnach u. a. darin, dass AIF keine operativ tätigen Unternehmen wie Emittenten von Vermögensanlagen sind, z. B. bei Errichtung oder Entwicklung von Immobilien oder Nachhaltiger Energieerzeugungsanlagen, was wichtig ist, um Unterschiede z. B. bei Kosten/Rendite etc. einzuordnen, und insoweit keine „Wahlfreiheit" zwischen KAGB und VermAnlG existiert.

3 Untersuchungsgegenstand und Methodik

Ausgangspunkt der Studie ist der Befund, dass nicht formale Kriterien, sondern nur eine Betrachtung der Angebote der maßgeblichen und etablierten Daueremittenten, die einen Großteil des Volumens emittieren, über mehrere Jahre der jeweiligen Laufzeit sowie der Ergebnisse ein angemessenes Bild zu Vermögensanlagen liefert.

Überprüft werden soll der Nutzen und die Rentabilität von Vermögensanlagen für Privatanleger: Diese nutzen gerade in Zeiten von Nullzinspolitik sachwertbasierte Vermögensanlagen als ertrags-/renditestärkere Anlagen zur Beimischung. Betrachtet werden soll auch der gesellschaftliche Nutzen insgesamt, da viele Investitionen in gesellschaftlich besonders sinnvolle Assets wie Wohnungsbau, Denkmalschutz oder erneuerbare Energien fließen.

Gegenstand sind Vermögensanlagen und Direktinvestments der teilnehmenden Anbieter, die ab 2015 aufgelegt, verwaltet oder aufgelöst wurden. Das Jahr 2015 wurde deshalb gewählt, da zu diesem Zeitpunkt das Kleinanlegerschutzgesetz in Kraft trat.

[3] https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html

Um sich jedoch nicht – z. B. hinsichtlich ggf. ausgeblendeter Vergangenheitsergebnisse – dem möglichen Einwand eines methodischen „blinden Flecks" aussetzen zu müssen, enthält die Studie gemäß dieser Vorgabe ebenfalls einen „Rückspiegel": **Untersuchungsgegenstand sind nicht nur die wesentlichen Merkmale und die Ergebnisse bzw. die Wertentwicklung der Angebote, die die teilnehmenden Emittenten im Untersuchungszeitraum von 2015 bis 2019 aufgelegt haben, sondern auch frühere Emissionen der jeweiligen Anbieter, die im selben Zeitraum noch verwaltet oder bereits aufgelöst wurden.**

Zu den teilnehmenden Anbietern gehören neun etablierte Daueremittenten von Vermögensanlagen:

- **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**

Die Studienteilnehmer haben sich bereit erklärt, ihre Investments und Vermögensanlegen entsprechend zu dokumentieren und unabhängig begutachten zu lassen. Die Auswertung erfolgte durch kapital-markt intern mittels eines ausführlichen Fragebogens anhand der Angaben der Anbieter sowie darüber hinausgehender Unterlagen, Recherchen und Plausibilisierungen.

Im Rahmen der Erstellung wurden zahlreiche Daten und Informationen zu

- Eckdaten, Volumen und Anleger
- Konzeption und Investition
- Kosten und Vergütungen
- Ergebnis der emittierten Angebote
- Transparenz und Reporting

von Vermögensanlagen erhoben und ausgewertet.

Der **Stand** der Angaben bezieht sich auf den **30. November 2019**. Dies bedeutet, dass Angaben zum Jahr 2019 teilweise noch vorläufig sind.

III Datenauswertung

1 Stammdaten: Volumen, Anleger und Zeichnungssummen

Methodischer Hinweis zu 1

Erfasst wird das **Zeichnungsvolumen** auf Ebene der jeweiligen Emittentin oder von Direktinvestments. Je nach Vehikel/Beteiligungsform kann das Zeichnungsvolumen **bilanziell** entweder als Eigenkapital oder Fremdkapital gelten. Für die Datenerhebung wird beides unter dem Oberbegriff „Zeichnungskapital" erfasst.

Fremdkapital in separaten Objektgesellschaften etc. (bei mehrstöckigen Investitionen) wird nicht als Zeichnungsvolumen oder Investitionsvolumen erfasst. Die Angabe einer generellen Fremdkapital-Quote ist daher auch unter Vergleichsgesichtspunkten nicht zielführend: Direktinvestments haben grds. keine klassische Fremdfinanzierung. Nachrangdarlehen und Namensschuldverschreibungen gelten bilanziell zwar als Fremdkapitalinstrumente, da es in der Regel jedoch keine vorrangigen Drittgläubiger auf Ebene der Emittenten gibt, entstehen für Investoren hieraus grds. keine klassischen Fremdkapitalrisiken.

Die ermittelten Daten der untersuchten Angebote/Vermögensanlagen im Einzelnen:

Gesamt

- Es sind **92 Angebote** (Vermögensanlagen und Direktinvestment-Programme) in der Studie erfasst (davon **12 Private Placements**) mit einem **Gesamtzeichnungsvolumen von € 1.892.200.366** (Fremdwährungen umgerechnet).
- Dies entspricht einem **(durchschnittlichen) Zeichnungsvolumen pro Angebot** von: **€ 20.567.395**.
- Die **Gesamtzahl der Anleger** beträgt unkonsolidiert (also ohne Wiederzeichner zu berücksichtigen): **55.077**.
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger von € 34.355**.

Publikumsangebote

- Die Gesamtzahl der **Anleger in Publikumsangeboten** beträgt (unkonsolidiert): **53.395** (97,93 %).
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger** von **€ 28.821**.
- **Volumen Publikumsangebote: € 1.554.475.366** (82,15 %).

Private Placements

- Die Gesamtzahl der **Anleger in Private Placements** beträgt (unkonsolidiert): **1.142** (2,07 %).
- Dies entspricht einem **durchschnittlichen Zeichnungsvolumen pro Anleger von € 295.731**.
- **Volumen Private Placements: € 337.725.000** (17,85 %).

Mindestzeichnungssummen

- Die **Mindestzeichnungssumme** im arithm. Mittelwert **aller Angebote** beträgt: **€ 28.853**.
- Die **Mindestzeichnungssumme der Publikumsangebote** im arithm. Mittelwert beträgt: **€ 10.680**.
- Die **Mindestzeichnungssumme der Private Placements** im arithm. Mittelwert beträgt: **€ 150.000**[4].

Zeichnungsvolumen der Angebote pro Jahr

- **Frühestes** Emissionsjahr: **2009**.
- **Spätestes** Emissionsjahr: **2019**.

Tabelle 3: Studienvolumen im Verhältnis zum Marktvolumen gesamt

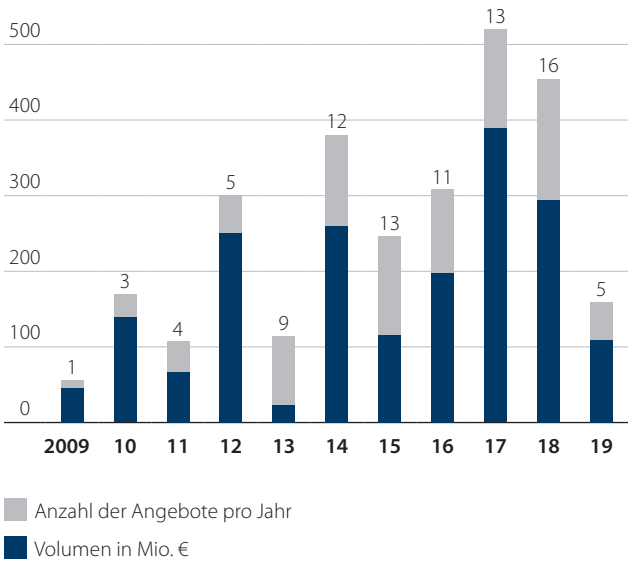
Beginn des Angebots	Anzahl der Angebote pro Jahr	Volumen in Mio. €	Marktvolumen des Jahres in Mio. €	Marktanteil der Angebote aus diesem Studiensample
2009	1	45		
2010	3	140		
2011	4	67		
2012	5	250		
2013	9	24		
2014	12	260	906	29 %
2015	13	116	475	24 %
2016	11	198	442	45 %
2017	13	390	670	58 %
2018	16	295	574	51 %
2019	5	109	844	13 %
Summe	**92**	**1.892**	**3.911**	**41,4 %**

In **Tabelle 3** wird das jährliche Emissionsvolumen der in dieser Studie untersuchten Vermögensanlagen im Verhältnis zum gesamten Marktvolumen der Vermögensanlagen im jeweiligen Jahr (vgl. Tabelle 2 auf Seite 6) betrachtet. In den Jahren 2014 bis 2018 entspricht das Zeichnungsvolumen der in dieser Studie untersuchten Angebote im Durchschnitt 41,4 % des gesamten Marktvolumens von Vermögensanlagen (ohne Berücksichtigung von Crowdinvestments und Einmal-Emittenten wie z. B. Bürgerwindparks). **Die Studiendaten sind demnach auch aussagefähig und relevant für den Gesamtmarkt.**

Wie bereits ausgeführt (siehe Tabelle 2 sowie Erläuterungen auf Seite 6), sind Vergleiche des Zeichnungsvolumens vor 2013 aufgrund der Einführung des KAGB methodisch nicht sinnvoll. Für das Jahr 2019 liegen zudem keine abschließenden Angaben zur Zahl und Volumen der Angebote der teilnehmenden Anbieter vor.

In der nachfolgenden **Grafik 1** wird das Volumen und Anzahl der untersuchten Angebote noch einmal veranschaulicht:

Grafik 1: Volumen und Anzahl der untersuchten Angebote



[4] Als Private Placements gelten u. a. Angebote mit weniger als 20 Anlegern oder einer Mindestzeichnungssumme von über € 200.000 je Anleger (vgl. § 2 Abs.1 Nr. 3 VermAnlG)

Sofern die Angebote Angaben zum **Planvolumen** gemacht haben (bei 89 % der Emissionen bezogen auf das Volumen) ergaben sich Abweichungen zum Ist-Wert des Zeichnungsvolumen von (saldiert) -6,8 %, was relativ gering erscheint.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/1

Das in der Studie repräsentierte Emissionsvolumen von € 1,892 Mrd. über einen Zeitraum von 10 Jahren betrachtet stellt einen **aussagefähigen Marktanteil** dar (siehe Tabelle 3 mitsamt Erläuterung auf Seite 8).

Bei den in der Studie repräsentierten Anbietern handelt es sich um mittelständisch geprägte bzw. teilweise operativ tätige und konzernunabhängige Daueremittenten, die regelmäßig Angebote anbieten, teilweise mehrere pro Jahr, oder relativ großvolumige im Abstand von wenigen Jahren, wodurch ein **nachvollziehbarer Track-record** entsteht.

Die Jahre 2013 und 2015 zeigen hinsichtlich des geringeren Emissionsvolumens einen „**Regulierungsknick**" auf: In diesen Jahren trat das **Vermögensanlagengesetz** (voll) in Kraft bzw. dessen Verschärfung durch das **Kleinanlegerschutzgesetz**. Die Folge ist ein deutlich geringeres Emissionsvolumen in diesen Zeiträumen. Dennoch weisen die Anbieter beim Erreichen der geplanten Zeichnungsvolumen ein **hohen Planerfüllungsgrad** auf (ca. 93,2 %). Das Angebotsvolumen der im Jahr 2019 aufgelegten Angebote dürfte sich noch etwas erhöhen, da diese Angebote im Jahr 2020 teilweise weiterplatziert werden.

Das durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger bereits bei **Publikumsangeboten** liegt über € 28.800! Damit wird deutlich, dass durch Vermögensanlagen grundsätzlich bzw. ganz überwiegend **keine (unerfahrenen) Kleinanleger** als Zielgruppe adressiert werden.

Dies wird ebenfalls durch die hohe Mindestzeichnungssumme der Angebote untermauert, die bei Publikumsangeboten € 10.680 im Durchschnitt beträgt.

Wie demnach auch durch diese Studie dokumentiert wird, hat das **Kleinanlegerschutzgesetz** seinen Regulierungszweck erreicht, nämlich dass Angebote im Stil von **Prokon** mit kleinen Zeichnungssummen, die besonders per öffentlicher Werbung und Direktvertrieb abgesetzt wurden, keine Bedeutung mehr im regulierten Markt der Vermögensanlagen haben.

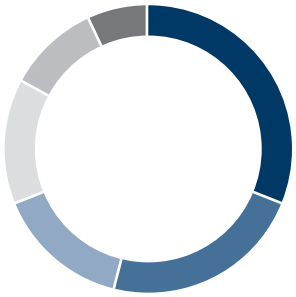
2 Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht

2.1 Anlageklassen

Tabelle 4: Anlageklassen der untersuchten Angebote

	2.1 Anlageklasse	Anzahl Emissionen	Zeichnungsvolumen	Vol. in %
1	**Immobilien Zweitmarkt**	15	€ 581.030.000	30,71
2	**Immobilien International**	3	€ 434.304.000	22,95
3	**Erneuerbare Energien**	15	€ 285.584.000	15,09
4	**(Wohn-)Immobilien Projektentwicklung**	5	€ 266.080.000	14,06
5	**Logistik-Equipment**	40	€ 184.501.033	9,75
6	**Spezialitäten**	14	€ 140.701.333	7,44
		92	**€ 1.892.200.366**	**100**

Grafik 2: Anlageklassen der untersuchten Angebote



Immobilien Zweitmarkt (Deutschland)	**31 %**
Immobilien International	**23 %**
Erneuerbare Energien (überwiegend Deutschland)	**15 %**
(Wohn-)Immobilien Projektentwicklung (Deutschland)	**14 %**
Logistik-Equipment: Container, Wechselkoffer, Trailer (u. a. Deutschland)	**10 %**
Spezialitäten: Beleuchtungstechnik, Forstwirtschaft	**7 %**

2.2 Vehikel und Rechtsformen

Tabelle 5: Beteiligungsformen der untersuchten Angebote

	2.2 Vehikel	Anzahl Emissionen	Zeichnungsvolumen	Vol. in %
1	**Unternehmensbeteiligung** gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 1 VermAnlG	8	€ 494.757.250	26,15
2	**Namensschuldverschreibung** gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 6 VermAnlG	10	€ 353.440.000	18,68
3	**KG-Beteiligung** nach Vermögensanlagen-VerkaufsprospektVO	7	€ 281.771.000	14,89
4	**Private Placement**	2	€ 200.000.000	10,57
5	**Direktinvestment** gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 7 VermAnlG	14	€ 153.844.885	8,13
6	**Private Placement** (VermAnlG)	10	€ 137.725.000	7,28
7	**Direktinvestment**	32	€ 129.849.231	6,86
8	**Nachrangdarlehen** gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 4 VermAnlG	3	€ 52.768.000	2,79
9	**Atypisch stille Beteiligung**	1	€ 49.980.000	2,64
10	**Nachrangdarlehen**	2	€ 11.565.000	0,61
11	**Genussrecht**	1	€ 10.000.000	0,53
12	**Festverzinsliche unbesicherte Schuldverschreibung nach WpHG**	1	€ 8.800.000	0,47
13	**Genussrecht** gemäß § 1 Abs. 2 Ziffer 5 VermAnlG	1	€ 7.700.000	0,41

Methodischer Hinweis zu 2.2

Private Placements bilden eine eigenständige Misch-Kategorie, unter der sich dann Vehikel wie Namensschuldverschreibungen oder Beteiligungen befinden können.

2.3 Prospektpflicht

Von 92 Emissionen waren 46 prospektpflichtig. Dies entspricht einem Anteil von 50 %.

Bezogen auf das Volumen sind € 1.377.141.135 prospektpflichtig. Dies entspricht einem Anteil von 72,78 %.

Hinweis zu 2.3

Wenn Angebote **nicht prospektpflichtig** sind, dann sind sie entweder Private Placements und/oder vor der Einführung der jeweiligen Prospektpflicht aufgelegt worden (siehe Abschnitt II/1 ab Seite 4).

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/2

(Immobilien-)**Zweitmarkt**-Angebote nehmen im Bereich der Vermögensanlagen einen großen Stellenwert ein, nachdem die Emission von Zweitmarktfonds unter dem KAGB zeitweise bzw. teilweise immer noch formal erschwert wurde. Die Emission von Vermögensanlagen im Bereich des Zweitmarktes erhöht so mittelbar die Fungibilität von Investoren von geschlossenen Fonds und AIF und dient somit dem Anlegerschutz.

Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit: Weiterhin spielen **Erneuerbare Energien** sowie Immobilieninvestments, darunter u. a. in **Wohnimmobilien und Denkmalschutz**, eine große Rolle bei Vermögensanlagen. Zudem erfolgt u. a. die Investition in Logistik (z. B. für den Online-Handel), in **innovative und energiesparende Beleuchtungstechnik** (LED) sowie in forstwirtschaftliche Nutzungen u. a. mit pharmazeutischen Einsatzgebieten. Dies unterstreicht, dass mit **Vermögensanlagen überwiegend die Investition in volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren** erfolgt.

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

Angesichts eines relativ geringen Anteils von „Spezialitäten" in dieser Studie (7,4 % des Emissionsvolumens) wird deutlich, dass die in dieser Studie erfassten Vermögensanlagen ganz **überwiegend nicht in „exotische" Anlage-Themen** investieren.

(Spätestens) seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes ist die überwiegende **Mehrheit der Angebote** zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Dies lässt sich auch daran ablesen, dass die Anzahl der Private Placement-Anleger klein ist (2,1 %) und über den gesamten Betrachtungszeitraum von 10 Jahren 72,8 % des Emissionsvolumens prospektpflichtig ist. Mit der Prospektpflicht geht auch einher, dass (bis auf die geringe Zahl der Angebote vor 2012) parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift.

3 Konzeption und Investition

3.1 Blind-Pools

Von 92 Emissionen sind **25 Blind-Pools**. Dies entspricht einem Anteil von 27,17 %. Bezogen auf das Volumen sind € 1.220.123.000 Blind-Pools. Dies entspricht einem Anteil von 64,48 %.

Methodischer Hinweis zu 3.1

Direktinvestments gelten grds. nicht als **Blind-Pools**, da man i. d. R. weiß, in was man investiert (s. Punkt 3.1). Zweitmarkt-Anlagen gelten, wenn nicht explizit anders angegeben, nicht als Blind-Pool, da i. d. R. in Mastervehikel investiert wird, die schon konkret in Beteiligungen investiert sind.

3.2 Investitionskriterien

Von 92 Emissionen sind 89 mit **Investitionskriterien**. Dies entspricht einem Anteil von 96,74 %. Bezogen auf das Volumen sind € 1.871.100.366 mit Investitionskriterien. Dies entspricht einem Anteil von 98,88 %.

3.3 Prognoserechnung

Von 92 Emissionen sind 91 mit **Prognoserechnung**. Dies entspricht einem Anteil von 98,91 % Bezogen auf das Volumen sind € 1.882.200.366 mit Prognoserechnung. Dies entspricht einem Anteil von 99,47 %.

3.4 Mittelverwendungskontrolle

Von 92 Emissionen haben 20 eine **Mittelverwendungskontrolle** (MVK). Dies entspricht einem Anteil von 21,74 %. Bezogen auf das Volumen sind € 956.411.092 mit MVK. Dies entspricht einem Anteil von 50,54 %.

3.5 Laufzeit

Die Emissionen haben eine (planm.) **Laufzeit** im ungewichteten Durchschnitt von 7,09 Jahren.

3.6 Diversifikation

Die Emissionen haben eine (planm.) **Diversifikation** von 85,96 Vermögensgegenständen (ungew. Durchschnitt ohne Direktinvestments). Die Bandbreite reicht hierbei von 2 bis zu ca. 250 Vermögensgegenständen.

Methodischer Hinweis zu 3.6:

Die durchschnittliche **Diversifikation** wird ohne Direktinvestments ermittelt, da die Angabe hier nicht durchgehend sinnvoll ist. Bei Direktinvestments erwerben Investoren je Programm individuell einen oder mehrere gleiche oder verschiedene Sachwerte, so dass Aussagen zur Diversifikation schwierig sind. Bei Direktinvestments, die gemäß Vermögensanlagengesetz konzipiert sind und bei denen i. d. R. die Anlagegegenstände bei der Emittentin bilanziert werden, ergibt sich für die Investoren allerdings faktisch eine Diversifikation bspw. über verschiedene Anlagegegenstände und Mietverträge etc.

3.7.1 Investitionsphase

Von 92 Emissionen haben 90 eine **plangemäße Investitionsphase/Anlagepolitik**. Dies entspricht einem Anteil von 97,83 %. Bezogen auf das Volumen haben € 1.853.830.366 eine planmäßige Investitionsphase. Dies entspricht einem Anteil von 97,97 %.

3.7.2 Abweichungen

Von 92 Emissionen haben 11 **„nachgelagerte" Abweichungen** bei Volumen, Streuung, Platzierungszeit und Investitionskriterien. Dies entspricht einem Anteil von 11,96 %. Bezogen auf das Volumen haben € 247.321.000 Abweichungen (Vol, Div, LZ etc.). Dies entspricht einem Anteil von 13,07 %.

3.7.3

Diese **Abweichungen** bei 2 (3.7.1) bzw. 11 Angeboten (3.7.2) setzen sich wie folgt zusammen:

- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte in Abstimmung mit den Investoren ein vorzeitiger Verkauf der Investitionsobjekte, um ein günstiges Marktumfeld wahrzunehmen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte aus Genehmigungsgründen die Verlagerung des Investitionsziellandes aus dem Ausland nach Deutschland (Investitionsphase nicht planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) erfolgte aus Kostengründen die Investition in einen anderen Windpark als in der (unverbindlichen) Initialplanung vorgesehen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Windenergie) aufgrund eines geringeren Platzierungsvolumens in weniger Windenergieanlagen investiert als in der (unverbindlichen) Initialplanung vorgesehen (Investitionsphase planmäßig).
- Bei vier Angeboten (Solarenergie) wurde mehr Zeichnungsvolumen platziert als geplant (positive Abweichungen) und prospektgemäß investiert (Investitionsphase planmäßig).
- Bei einem Angebot (Solarenergie) wurde die Prognose aufgrund der Änderung des Markt- und Preisumfeldes sowie der Änderung gesetzlicher Rahmenbedingungen angepasst bzw. reduziert (Investitionsphase nicht planmäßig).
- Bei einem Angebot (Solarenergie) wurde ein deutlich geringeres Zeichnungsvolumen als geplant eingeworben, die Investitionen konnten allerdings planmäßig erfolgen (Investitionsphase planmäßig).

– Bei einem Angebot (Forstwirtschaft) wurde ein deutlich geringeres Zeichnungsvolumen eingeworben, allerdings ohne Auswirkungen auf die Investition (Investitionsphase planmäßig).

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/3

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool" ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko" darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission deutlich erschweren. Bezogen auf die Anzahl sind nur etwas über ¼ der betrachteten Emissionen Blind-Pools. Der Grund für die Differenz gegenüber der Betrachtung der Blind-Pool-Quote bezogen auf das Volumen liegt darin, dass Direktinvestmentprogramme in der Studie nicht als Blind-Pools klassifiziert werden. Direktinvestmentprogramme haben normalerweise ein im Vergleich kleineres Volumen und werden in kürzeren Intervallen aufgelegt, wodurch die Differenz entsteht.

Korrespondierend zu dem vorgenannten Blind-Pools-Merkmal haben jedoch nahezu alle Angebote (> 96 %) festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss. Dies bedeutet, dass auch die Angebote, die u. a. aus konzeptionellen Gründen als Blind-Pools aufgelegt werden müssen, nicht „blind" oder willkürlich investieren.

20 der 92 betrachteten Angebote (22 %) haben eine unabhängige **Mittelverwendungskontrolle**. Zwar erscheint dieser Anteil eher gering, hier ist jedoch zu beachten, dass der Anteil von Emissionen mit Mittelverwendungskontrolle bezogen auf das Volumen deutlich höher liegt (51 %).

Die betrachteten Angebote haben eine mittel- bis langfristige **Laufzeit** im Mittelwert von 7 Jahren. **Hier ist die Streuung der Laufzeiten bedingt durch die verschiedenen Assetklassen jedoch relativ groß**: Direktinvestments sowie Angebote im Bereich Immobilienprojektentwicklungen und teilweise Erneuerbarer Energien, die als Namensschuldverschreibungen oder Nachrangdarlehen konzipiert wurden, haben in der Regel Laufzeiten von 5 Jahren oder deutlich kürzer. Beteiligungen im Bereich Bestandsimmobilien oder Forstwirtschaft haben i. d. R. Laufzeiten von über 10 Jahren.

Die Emissionen haben eine (planmäßige) **Diversifikation** von 86 Vermögensgegenständen (ungewichteter Durchschnitt ohne Direktinvestments). Auch hier ist die Streuung relativ groß. Angebote im Bereich Immobilien-Zweitmarkt investieren i. d. R. in ein Portfolio von Beteiligungen mit einer Anzahl im hohen zweistelligen bis dreistelligen Bereich. Die übrigen Angebote realisieren überwiegend Streuungen im mittleren einstelligen bis zweistelligen Bereich. Damit wird deutlich, dass Vermögensanlagen grds. nicht als Single-Asset-Strategien angelegt sind, sondern regelmäßig eine relativ hohe Risikomischung (analog des KAGB) realisieren.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (ca. 98 %). Im **nachgeordneten Investitionsprozess** (Volumen, Laufzeit etc.) ergaben sich Abweichungen bei ca. 12 % der Angebote. Diese Abweichungen waren jedoch teilweise „positiv" (höheres Zeichnungsvolumen als geplant) und hatten überwiegend keine Auswirkungen auf die Anlagepolitik, wobei Abweichungen hauptsächlich im Bereich „Erneuerbare Energien" zu verzeichnen waren und dort u. a. den sich häufiger ändernden Markt- und gesetzlichen Rahmenbedingungen bzw. Genehmigungsfragen geschuldet sind.

4 Kosten

4.1 Initialkosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **Initialkosten inkl. Agio** von insgesamt **9,96 %** im ungewichteten Durchschnitt bezogen auf die Gesamtinvestitionssumme.

4.2 Vertriebskosten

In den Initialkosten enthalten sind (planmäßige) **Vertriebskosten inkl. Agio** von **6,61-%-Punkten** im ungewichteten Durchschnitt.

4.3 Laufende Kosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **laufende Kosten** von **1,13 %** im ungewichteten Durchschnitt.

4.4 Erfolgsabhängige Vergütung

Von 90 Emissionen haben **21** eine **erfolgsabhängige Vergütung** (23,3 %). (Die Modalitäten sind individuell zu betrachten).

4.5 Kostenabweichungen

Von 92 Emissionen hat **keine einzige (0)** signifikante **Abweichungen bzgl. Kosten**.

Methodischer Hinweis zu 4.1 – 4.5

Direktinvestments, die nach Vermögensanlagengesetz aufgelegt wurden und bei denen die Kosten explizit im Prospekt ausgewiesen wurden, sind bei der Untersuchung der Kosten mit erfasst. **Direktinvestments**, die noch nicht unter dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes emittiert wurden, werden aus methodischen Gründen bei der Auswertung der Kostenstatistiken **nicht erfasst**.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu III/4

Die annualisierten Initialkosten von ca. 1,4 % p. a. bezogen auf die durchschnittliche Laufzeit von 7 Jahren sind moderat und marktüblich. Der Wert entspricht übrigens den Kosten, die der sog. **Marktwächter Finanzen** in seiner letzten Studie ermittelt hat (Anlageinformationen und Werbung bei Vermögensanlagen, Eine Untersuchung der Verbraucherzentralen – August 2019, Seite 27)[5].

Die laufenden jährlichen Kosten von 1,13 % des Anbieters bzw. der Verwaltung etc. sowie die in den (annualisierten) Initialkosten enthaltenen **Vertriebskosten** sind ebenfalls als moderat bis relativ schlank anzusehen. Bei (den untersuchten) Vermögensanlagen handelt es sich überwiegend um Angebote mit mittel- bis langfristiger Laufzeit (ca. 7 Jahre, s. Punkt 3.5), so dass der Vertrieb Betreuungspflichten über einen mehrjährigen Zeitraum hat.

Knapp ein Viertel der Angebote sieht eine **erfolgsabhängige Vergütung** für den Anbieter vor. Im Bereich der AIF und Investmentfonds liegt dieser Anteil und die damit verbundende Ergebnisabschöpfung des „upside-Potentials" deutlich höher, mit teilweise recht niedrigen Schwellenwerten. Der quotale Unterschied erklärt sich zum Teil dadurch, dass Vermögensanlagen je nach Ausgestaltung auch als festverzinsliche Angebote konzipiert sind. Bei den in dieser Untersuchung betrachteten Angeboten mit **erfolgsabhängiger Vergütung** haben einige jedoch darüber hinaus eine Malus-Komponente, die eine mögliche Underperformance des Anbieters für diesen „bestraft", was wiederum den Anlegern zugute kommt.

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch eine moderate Kostenstruktur aus, teilweise schlanker als bei fondsgebundenen Versicherungspolicen, offenen Investmentfonds oder AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten zugunsten der Anbieter aufweisen, die Vermögensanlagen meist nicht haben. Die schlankere Kostenstruktur von Vermögensanlagen resultieren auch aus dem ggü. AIF stärkeren operativen Fokus (vgl. Seite 6), so dass der Anleger „mehr" für sein Geld bekommt. Auch aus Kostensicht bieten Vermögensanlagen für Anleger daher durchaus eine Alternative bei der Investition im Bereich der Sachwerte.

IV Ergebnisse der Vermögensanlagen aus Anlegersicht

1 Aufgelöste Angebote

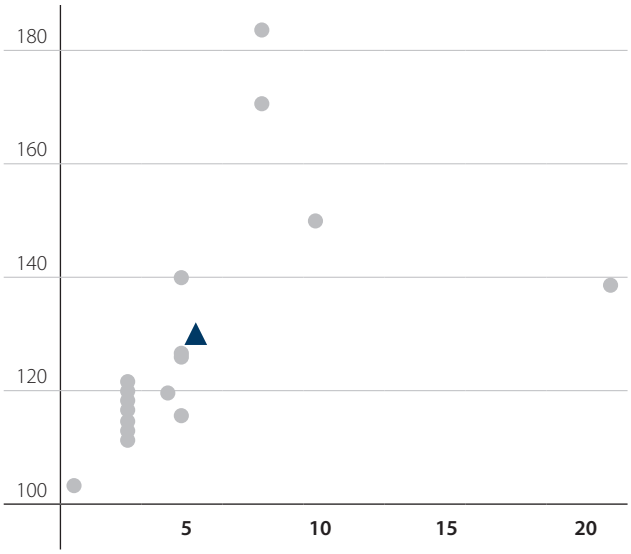
1.1 Anteil bereits beendeter Angebote

Von 92 Emissionen sind **17** bereits (vollständig) **beendet** worden. Dies entspricht einem Anteil von **18,5 %**. Bezogen auf das Volumen sind Emissionen im Volumen von € 245.177.099 bereits beendet. Dies entspricht einem Anteil von 13 %.

1.2 Ergebnis bereits beendeter Angebote

Gesamtrückfluss der beendeten Emissionen: **128,86 %** (ungew. Durchschnitt bezogen auf die Zeichnungssumme). **Laufzeit** der beendeten Emissionen: **5,5 Jahre** (ungew. Mittelwert). Dies entspricht einem **jährlichen Vermögenszuwachs von 5,25 % p. a.** vor Steuern bei mittelfristiger Laufzeit. Abzgl. Agio von 5 % entspricht die statische Vorsteuerrendite damit 4,34 % p. a. bei einer Laufzeit von 5,5 Jahren.

Grafik 3: Rückfluss beendeter Angebote in % (Y-Achse) bezogen auf Laufzeit in Jahren (X-Achse)



● Rückfluss in %
▲ Durchschnitt

1.3.1

Von 17 beendeten Emissionen sind **4 nicht planmäßig beendet** worden. Dies entspricht einem Anteil von 23,5 %. Bezogen auf Volumen sind Emissionen im i. H. v. € 161.571.000 nicht plangemäß beendet worden. Dies entspricht einem Anteil von 65,9 % der beendeten Emissionen.

[5] https://www.vzbv.de/pressemitteilung/vermoegensanlagen-informationen-der-anbieter-oft-undurchsichtig

1.3.2 Abweichungen im Einzelnen

Bei einer Windenergiebeteiligung wurde die prognostizierte Laufzeit unter Zustimmung der Investoren deutlich verkürzt.

Zwei Solar-Beteiligungen wurden leicht über Plan beendet, bei einer Solarbeteiligung wurde die Beteiligung gemäß einer anfänglich reduzierten Prognose planmäßig aufgelöst.

1.4 Testate

Von 17 beendeten Emissionen sind die **Ergebnisse von 12** testiert worden. Dies entspricht einem Anteil von 70,6 %.

2 Laufende Angebote

Die Untersuchung erfasst 75 laufende Angebote mit einem Volumen von € 1.647.023.267.

2.1 Jährliche Auszahlungen

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

2.2 Abweichungen

Von den **75 laufenden Emissionen entwickeln sich 11 nicht planmäßig**. Dies entspricht einem Anteil von **15 %**. Bei den Abweichungen der laufenden Emissionen handelt es sich um **10 positive Abweichungen**, bei denen die Auszahlungen höher sind als prognostiziert, und **einer** Abweichung, bei der durch einen Nachtrag die Ertrags-Prognosen reduziert wurden.

2.3 Meldungen nach § 11a VermAnlG

Von den laufenden Emissionen mussten 0 eine Meldung nach **§ 11a VermAnlG** verkünden.

2.4 Insolvenzen

Von den laufenden Emissionen mussten **0 Insolvenz** anzeigen.

Auswertung und Schlussfolgerungen zu IV/1–2

Die Betrachtung der Ergebnisse ergibt ein durchweg positives Bild: Knapp jede fünfte Anlage wurde bereits mit einem **durchschnittlichen Vermögenszuwachs von knapp 5,25 % p. a. vor Steuern aufgelöst** bei moderaten und eher mittelfristigen Laufzeiten.

Dies gilt im gleichen Maße für die nicht beendeten Angebote: Laufende Angebote leisten **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %**.

Die **Abweichungen** bei den endgültigen und laufenden Ergebnissen sind eher geringfügig und bei den noch laufenden Angeboten teilweise positiv, d. h. es wurden höhere Auszahlungen geleistet als prognostiziert.

Vermögensverluste oder sonstige gravierende Fehlentwicklungen (Insolvenzen, § 11a) sind bei den betrachteten 92 Vermögensanlagen und Direktinvestments **nicht** zu verzeichnen

V Reporting und Transparenz

Die Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes zur Transparenz sind weitreichend: Emittenten von prospektpflichtigen Vermögensanlagen sind – neben den Transparenzstandards bei der Prospektherausgabe – **darüber hinaus** dazu verpflichtet, innerhalb von 6 Monten nach Abschluss eines Geschäftsjahres einen **Jahresbericht** zu erstellen, der mindestens einen **geprüften Jahresabschluss** sowie einen **geprüften Lagebericht** enthalten muss. Im Lagebericht sind u. a. detaillierte Angaben zu Vergütungen aufzuführen. Die **BaFin** hat zudem die Möglichkeit, bei vermuteten Unregelmäßigkeiten der Rechnungslegung **Sonderprüfungen** zu veranlassen **mit den entsprechenden Befugnissen** und die Pflicht bei Verdachtsfällen, die Wirtschaftsprüferkammer und/oder die Strafverfolgungsbehörden einzuschalten (§§ 23–26 VermAnlG).

1.1 Detaillierte Emissionsprospekte

Nach den gesetzlichen Vorgaben müssen Anbieter einen ausführlichen Prospekt erstellen (i. d. R. ca. 100 Seiten oder mehr) und von der Aufsichtsbehörde BaFin billigen lassen.

1.2 Pflichtangaben

Von 92 Emissionen wurden bei **84 die Pflichtangaben wie Jahresabschluss und Lagebericht immer rechtzeitig vorgelegt**. Dies entspricht einem Anteil von 91,3 %. Bezogen auf das Volumen erfüllten Emissionen i. H. v. € 1.720.471.366 die genannten Reportingpflichten. Dies entspricht einem Anteil von 90,9 %.

1.3 Abschlussprüfer-Testat

Von 92 Emissionen wurde bei 51 der **Jahresabschluss/Lagebericht testiert bzw. von einem Abschlussprüfer geprüft**. Dies entspricht einem Anteil von 55,4 %. Bezogen auf das Volumen wurden bei Emissionen. i. H. v. € 1.374.507.358 der Jahresabschluss/Lagebericht testiert. Dies entspricht einem Anteil von 72,6 %.

1.4 Ergänzende Informationen

Der überwiegende Teil der Anbieter veröffentlicht darüber hinaus ergänzende spezifische Informationen bzw. stellt diese seinen Anlegern zur Verfügung.

Hierbei handelt es sich um **jährliche Informationen** wie:

- Leistungsbilanzen
- Erweiterte Geschäftsberichte inkl. Liquiditätsentwicklung, Entwicklung des Net Asset Values (NAV), Bericht des Treuhänder etc.
- WP-Testierte Portfolioberichte
- Präsenzveranstaltungen
- Jährliche Informationsschreiben vor Zinszahlungstag
- Beiratsberichte

oder um sonstige **unterjährige Berichte** wie:

- Halbjahres- und Jahresberichte,
- periodische Newsletter zu Ertragszahlen im 6-Wochen-Intervall
- Vierteljährige Berichte zu technischer Verfügbarkeit, Liquiditätsentwicklung, Produktion und Einnahmen (Soll/Ist) aus der Energieeinspeisung

Auswertung und Schlussfolgerungen zu V

Das Gesamtbild im Bereich „Reporting/Transparenz" ist u. E. zufriedenstellend. **Insgesamt** ergaben sich somit aus der Studie **keine erkennbaren Defizite** bei der Transparenzkultur der Anbieter sowie der gesetzlichen Vorgaben und ihrer Umsetzung bei Reporting und Rechnungslegung:

- Bei nur 9 % der Angebote erfolgte eine **nicht rechtzeitige** Vorlage der Jahresabschlüsse. Die Gründe sind hauptsächlich auf Verzögerungen bei der Beschaffung von Daten bei diversifizierten Investments zurückzuführen oder auf Anpassungen seitens des Asset-Managements. Es wurde hierbei ein besonders strenger Maßstab angelegt, da bereits eine Verspätung in einem Jahr auch über einen mehrjährigen Betrachtungszeitraum als „nicht rechtzeitige Vorlage" gewertet wurde.

- Bei 55 % der Angebote liegt jeweils ein **testierter Jahresabschluss/Lagebericht** vor (bei ca. 73 % bezogen auf das Emissionsvolumen). Die Quote der nicht-testierten Jahresabschlüsse von 45 % bzw. 27 % ist jedoch **kein** Transparenz-Defizit in Form eines Verstoßes, sondern resultiert daraus, dass für diesen Anteil eine entsprechende gesetzliche Pflicht zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots noch nicht bestanden hatte. Entweder handelt es sich um Vermögensanlagen, die vor dem 1. Juni 2012 angeboten worden sind und damit unter die Übergangsvorschrift von § 32 Abs. 3 VermAnlG fallen. Oder es handelt sich bspw. um Direktinvestments, die bis 2015/2016 formal nicht unter den Anwendungsbereich der Vermögensanlagengesetzes gefallen sind oder für die frühere Versionen in Form von Übergangsvorschriften zur Anwendung kommen.

- Die Anbieter informieren darüber hinaus Anleger und Öffentlichkeit in individuellen Formaten, meisten in erweiterten jährlichen Berichten (Leistungsbilanz, erweiterter Jahresbericht nach KAGB-Standard, testierter Portfoliobericht) und/oder in kürzeren Intervallen durch regelmäßige Newsletter und Produktionsberichte etc.

VI Fazit

Man kann die Ergebnisse der vorliegenden Studie in einem Satz zusammenzufassen:

Vermögensanlagen sind deutlich besser als ihr Ruf!

Anders als bisherige Untersuchungen in diesem Segment nutzt die vorliegende Studie **qualitative Kriterien** anstatt formaler Aspekte, um die Entwicklung und Performance von Vermögensanlagen und ihre Eignung für Privatanleger zu untersuchen. Das heißt, es wird nicht primär betrachtet, ob sich bspw. Warnhinweise an der richtigen Stelle oder in der richtigen Schriftgröße auf der Internet-Präsenz eines Anbieters befinden, sondern es erfolgt ein umfassende inhaltliche Datenerfassung und Analyse. Das „Studiendesign" sieht dabei folgenden Rahmen vor:

Betrachtung

- eines relevanten Marktanteils von Vermögensanlagen
- über einen langjährigen Zeitraum
- der Platzierungs-, der Verwaltungs- und der Liquidationsphase

Inhaltlich werden dabei vor allem folgende Aspekte untersucht und ausgewertet

- Anlegerzielgruppe/Zeichnungssummen
- Prospektpflicht/Vertriebsregulierung
- Anlageklassen und Beteiligungsformen
- Diversifizierung/Investitionsverlauf
- Konzeption (z. B. Blind-Pool, Prognoserechnungen, Mittelverwendung)
- Laufzeit
- Kosten
- Abweichungen bei Investition
- Laufende Ergebnisse
- Endgültige Ergebnisse
- Transparenz/Erfüllung der Reportingauflagen

Die vorliegende Präsentation der Studienergebnisse ist wie folgt gegliedert und aufgebaut

- Legaldefinition „Vermögensanlage" und regulatorischer Rahmen (Seite 4)
- Eckdaten des Platzierungsmarktes für Vermögensanlagen (Seite 6)
- Untersuchungsgegenstand und Methodik (Seite 6)
- Datenauswertung und Ergebnisse (ab Seite 7)

Nachfolgend die Ergebnisse in der Zusammenfassung

Volumen, Anleger und Zeichnungssummen

Der Studie liegt die Untersuchung von 92 Angeboten von Vermögensanlagen aus den Jahren 2009 bis 2019 zugrunde. Das Zeichnungsvolumen der daran beteiligten rund 55.000 Anleger beträgt € 1,892 Mrd.

Die Datengrundlage ist aussagefähig, denn sie entspricht im engeren Betrachtungszeitraum von 2014 bis 2018 einem Anteil von durchschnittlich 41,5 % des Zeichnungsvolumens des Gesamtmarktes von Vermögensanlagen im Absatzmarkt Deutschland.

Bei **Publikumsangeboten** liegt das **durchschnittliche Zeichnungsvolumen pro Anleger** bei der vorliegenden Untersuchung bei **€ 28.821**. Das bedeutet, dass die korrespondierenden Mindestzeichnungssummen (im Durchschnitt € 10.680) deutlich bzw. um fast ein Dreifaches überschritten werden. Damit wird deutlich, dass durch Vermögensanlagen grundsätzlich **keine (unerfahrenen) Kleinanleger** als Zielgruppe adressiert werden (siehe ausführlich auf Seite 7–9).

Anlageklassen, Vehikel und Prospektpflicht

Mit Vermögensanlagen erfolgt überwiegend die Investition in volkswirtschaftlich sinnvolle Sektoren. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf **nachhaltigen Investments** und Wohnimmobilien sowie regional auf Investitionen in **Deutschland**. Etwa 67 % des Zeichnungsvolumens bzw. € 1,275 Mrd. wird in Deutschland investiert.

Spätestens seit dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes ist die überwiegende **Mehrheit der Angebote** zum Nutzen der Transparenz **prospektpflichtig**. Mit der Prospektpflicht geht auch einher, dass (bis auf die geringe Zahl der Angebote vor 2012) parallel dazu die gesetzliche **Vertriebsregulierung** greift (siehe ausführlich auf Seite 9–10).

Konzeption und Investition

Bezogen auf das Zeichnungsvolumen sind ca. 2/3 der Angebote **Blind-Pools**. Dies dokumentiert, dass der „Blind-Pool" ein wesentliches Konzeptionsmerkmal von Vermögensanlagen ist und grds. kein „Manko" darstellt. Eine weitere signifikante regulatorische Einschränkung von Blind-Pools bei Vermögensanlagen würde deren Konzeption und Emission deutlich erschweren. Bezogen auf die Anzahl sind nur etwas über ¼ der betrachteten Emissionen Blind-Pools.

Korrespondierend zu dem vorgenannten Blind-Pools-Merkmal haben jedoch nahezu alle Angebote (> 96 %) festgelegte bzw. prospektierte **Investitionskriterien** sowie **Prognoserechnungen** bzw. eine mehrjährige Liquiditäts- und Ertragsvorschau mit einer Aussage zum prognostizierten Gesamtrückfluss. Dies bedeutet, dass auch die Angebote, die u. a. aus konzeptionellen Gründen als Blind-Pools aufgelegt werden müssen, nicht „blind" oder willkürlich investieren.

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

Die Emissionen haben eine (planmäßige) **Diversifikation** von 86 Vermögensgegenständen (ungewichteter Durchschnitt ohne Direktinvestments). Auch dadurch wird deutlich, dass Vermögensanlagen grds. nicht als Single-Asset-Strategien angelegt sind, sondern regelmäßig eine relativ hohe Risikomischung (analog des KAGB) realisieren.

Die **Investitionsphase/Anlagepolitik** der betrachteten Investitionen verlief nahezu immer planmäßig (ca. 98 %). Im **nachgeordneten Investitionsprozess** (Volumen, Laufzeit etc.) ergaben sich Abweichungen bei ca. 12 % der Angebote. Diese Abweichungen waren jedoch teilweise „positiv" (höheres Zeichnungsvolumen als geplant) und hatten überwiegend keine Auswirkungen auf die Anlagepolitik. Abweichungen waren hauptsächlich im Bereich „Erneuerbare Energien" zu verzeichnen und sind dort u. a. den sich häufiger ändernden Markt- und gesetzlichen Rahmenbedingungen bzw. Genehmigungsfragen geschuldet (siehe ausführlich auf Seite 10–12).

Kosten

Die Emissionen haben (planmäßige) **Initialkosten inkl. Agio** von einmalig insgesamt **9,96 %** im ungewichteten Durchschnitt bezogen auf die Gesamtinvestitionssumme. **Initialkosten** von ca. 10 % sind bei geschlossenen Sachwertinvestments moderat und marktüblich.

Die **laufenden jährliche Kosten** von **1,13 %** des Anbieters bzw. der Verwaltung sind ebenfalls als moderat bis relativ schlank anzusehen.

Insgesamt zeichnen sich (die betrachteten) Vermögensanlagen durch eine moderate Kostenstruktur aus, teilweise schlanker als bei offenen Investmentfonds oder AIF, wobei letztere zudem überwiegend erfolgsabhängige Komponenten aufweisen, die Vermögensanlagen meist nicht haben. Auch aus Kostensicht bieten Vermögensanlagen für Anleger daher durchaus eine Alternative zu AIF bei der Investition im Bereich der Sachwerte (siehe ausführlich auf Seite 12–13).

Ergebnisse der aufgelösten und laufenden Angebote

Die Betrachtung der Ergebnisse ergibt ein durchweg positives Bild: Knapp jede fünfte Anlage wurde bereits mit einem **durchschnittlichen Vermögenszuwachs von knapp 5,25 % p. a. vor Steuern aufgelöst** bei moderaten und eher mittelfristigen Laufzeiten.

Dies gilt im gleichen Maße für die nicht beendeten Angebote: Die laufenden Angebote leisten **laufende jährliche Auszahlungen von 5,19 %**.

Die **Abweichungen** bei den endgültigen und laufenden Ergebnissen sind eher geringfügig und bei den noch laufenden Angeboten teilweise positiv, d. h. es wurden höhere Auszahlungen geleistet als prognostiziert.

Vermögensverluste oder sonstige gravierende Fehlentwicklungen (Insolvenzen, Meldungen nach § 11a VermAnlG) sind bei den betrachteten 92 Vermögensanlagen und Direktinvestments **nicht** zu verzeichnen (siehe ausführlich auf Seite 13–14).

Reporting/Transparenz

Das Gesamtbild im Bereich „Reporting/Transparenz" ist u. E. zufriedenstellend.

Die Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes zur Transparenz sind weitgehend: Bei nur 9 % der Angebote erfolgte eine **nicht rechtzeitige** Vorlage der Jahresabschlüsse.

Bei 55 % der Angebote liegt jeweils ein **testierter Jahresabschluss/Lagebericht** (bei ca. 73 % bezogen auf das Emissionsvolumen). Die Quote der jeweils nicht-testierten Jahresabschlüsse von 45 % bzw. 27 % ist jedoch **kein** Transparenz-Defizit in Form eines Gesetzesverstoßes, sondern resultiert daraus, dass für diesen Anteil der Angebote eine entsprechende gesetzliche Pflicht zum Zeitpunkt der Emission bzw. des öffentlichen Angebots noch nicht bestanden hatte.

Insgesamt ergaben sich somit aus der Studie **keine erkennbaren Defizite** bei der Transparenzkultur der Anbieter sowie der gesetzlichen Vorgaben und ihrer Umsetzung bei Reporting und Rechnungslegung (siehe ausführlich auf Seite 15).

Abschließende Bewertung

Die vorliegende Untersuchung setzt vor allem qualitative anstatt formale Kriterien ein. Demnach sind Vermögensanlagen attraktive Portfolio-Bausteine für Privatanleger, die bereits Erfahrungen mit anderen Anlageinstrumenten haben und ihr Portfolio sinnvoll auch unter Korrelationsgesichtspunkten diversifizieren möchten. Insbesondere die aktuellen Börsentalfahrten im Zusammenhang mit dem Coronavirus haben gezeigt, wie sinnvoll es sein kann, bestehende Aktien- und Rentenportfolios (Fonds, ETF) unter solchen Korrelationsgesichtspunkten durch Beimischung von börsenunabhängigen Sachwerten langfristig zu stabilisieren und bspw. gegen massive Kursrückschläge teilweise abzusichern.

Vermögensanlagen stellen hierfür eine geeignete Alternative dar, da sowohl die positiven Ergebnisse, die moderaten Kosten und das mittlerweile hohe gesetzliche Regulierungs- und Transparenzniveau von Vermögensanlagen belegen, dass es sich nicht um eine Anlageform des „Grauen Kapitalmarktes" handelt.

Auch zur Umsetzung und insbesondere für die Akzeptanz der Energiewende bleiben Vermögensanlagen ein unentbehrliches Vehikel, nicht zuletzt zur Umsetzung von sog. „Bürgerenergieprojekten". Mit Blick auf die seit 2018 von der EU verstärkt verfolgten Nachhaltigkeitsziele im Finanzwesen können Vermögensanlagen eine wichtige Rolle spielen. Tatsächlich gehören die heutigen Anbieter von Wind- und Solarbeteiligungen zu den Pionieren der nachhaltigen Investments. Über Vermögensanlagen gelang es, auch Privatinvestoren an dieser Entwicklung teilhaben zu lassen, was auch mit Blick auf die Akzeptanz neuer EE-Anlagen von Bedeutung ist.

Grundsätzlich ist mit den untersuchten Vermögensanlagen, wie sie für den Markt typisch sind, konzeptionell ein diversifiziertes Investieren über eine mittelfristige Laufzeit möglich. Nahezu ¾ der Angebote sind keine klassischen Blind-Pools. Die Angebote, die Blind-Pools oder Semi-Blind-Pools darstellen, investieren jedoch überwiegend risikogemischt bzw. diversifiziert nach festgelegten Investitionskriterien.

Insgesamt lassen sich mit den untersuchten Angeboten nachweislich Wertzuwächse auf einem Renditeniveau von durchschnittlich ca. 5 % p. a. bei relativ geringen Schwankungen und Abweichungen erzielen.

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

Impressum und Autoren

Christian Prüßing M. A., Finanzbetriebswirt (IWW)
Dipl.-Kfm. Uwe Kremer
Rechtsanwalt Gerrit Weber

kapital-markt intern Verlag GmbH
Grafenberger Allee 337a
D-40235 Düsseldorf
E-Mail: kmi@kmi-verlag.de, www.kmi-verlag.de
Tel.: 0211/6698-164
Fax: 0211/6698-777

Herausgeber: Dipl.-Ing. Günter Weber
Geschäftsführer: Dipl.-Kfm. Uwe Kremer,
RA Gerrit Weber, Dipl.-Ing. Günter Weber
Gerichtsstand: Düsseldorf

Layout und Design
Designstudio Niewerth
www.designstudio-niewerth.de

Coverbild
Nattanan Kanchanaprat
Pixabay

kapital-markt intern verlag | kapital-markt intern

kapital-markt intern Verlag GmbH • Grafenberger Allee 337a • D-40235 Düsseldorf
Tel.: 0211/6698-164 • Fax: 0211/6698-777 • kmi@kmi-verlag.de • www.kmi-verlag.de

Positionspapier

BWE
Bundesverband WindEnergie

Position des BWE zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes

BT- Drucksache 19/28166

April
2021

Bundesverband WindEnergie

Impressum
Bundesverband WindEnergie e.V.
EUREF-Campus 16
10829 Berlin
030 21234121 0
info@wind-energie.de
www.wind-energie.de
V.i.S.d.P. Wolfram Axthelm

Foto
Istockphoto/AndreasLindlahr

Haftungsausschluss
Die in diesem Papier enthaltenen Angaben und Informationen sind nach bestem Wissen erhoben, geprüft und zusammengestellt. Eine Haftung für unvollständige oder unrichtige Angaben, Informationen und Empfehlungen ist ausgeschlossen, sofern diese nicht grob fahrlässig oder vorsätzlich verbreitet wurden.

Ansprechpartner
Sonja Hemke
Leiterin Abteilung Fachgremien und Energierecht
s.hemke@wind-energie.de

Dieter Mensen
Vorsitzender des
BWE-Bürgerwindbeirat

Datum
April 2021

Einleitung

Zu dem vorliegenden Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zum Gesetz zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes nimmt der BWE nachfolgend Stellung.

Grundsätzliches

Grundsätzlich begrüßt der BWE ausdrücklich das Bemühen des Gesetzgebers, den Schutz insbesondere von Kleinanlegern zu verbessern. Anliegen und Ziel des Gesetzentwurfes sind nachvollziehbar. Vom Gesetzgeber nicht beabsichtigt, betreffen die vorgeschlagenen Regelungen allerdings auch die Windenergiebranche.

Bedeutung des Gesetzesentwurfs für Bürgerwindgesellschaften

Die vorgeschlagenen Regelungen bedeuten für Bürgerwindgesellschaften, die sehr häufig die Rechtsform einer GmbH & Co. KG haben – neben der Erfüllung der Verschärfungen der Prospektpflicht der letzten Jahre – weitere zusätzliche Erschwernisse. In der Summe wird es für Bürgerwindgesellschaften fast unmöglich, zukünftig die bürokratischen und finanziellen Hürden zu überwinden, die der Realisierung ihres Projekts entgegenstehen.

Aus der Sicht des BWE stehen folgende Punkte des Referentenentwurfs der politisch gewollten, akzeptanzfördernden direkten und örtlich verankerten Bürgerbeteiligung beim Ausbau der erneuerbaren Energien, insbesondere der Windenergie, entgegen:

- **Die Verpflichtung auf professionelle Anlagevermittler oder Finanzdienstleister (§ 5 b Abs. 3 RegE) erschwert den für Bürgerwindparks so wichtigen direkten Kontakt der Initiatorinnen und Initiatoren zu den Bürgerinnen und Bürgern und verteuert das Projekt maßgeblich.**

  In der Regel wenden sich Bürgerwindprojekte an die unmittelbare Anwohner- und lokale/regionale Bürgerschaft. In der Planungsphase des Windparks wird den unmittelbaren Anwohnern eine Beteiligung angeboten. Hier entsteht die für den Ausbau der Windenergie wichtige Akzeptanz bei den Bürgern. Hier entsteht Vertrauen und findet auch soziale Kontrolle statt. Das beweisen die z. T. mit vielen hunderten oder mehr Bürgerinnen und Bürgern erfolgreich umgesetzten Projekte.
  Durch die verpflichtende Vermittlung durch einen Dienstleister geht der für diese Bürgerenergieprojekte so wichtige direkte Kontakt zwischen Anleger und Windpark verloren.

  Zudem wird das Projekt durch die Einschaltung eines professionellen Anlagevermittlers deutlich verteuert. Die Kosten für einen Vermittler belaufen sich auf ca. 3-5 %. Dazu kommt meinst eine interne zusätzliche Pauschale auf Kosten des Anbieters. Gerade bei kleineren Vorhaben – und zu denen zählen die meisten Bürgerwindprojekte – wird die Wirtschaftlichkeit nur gewahrt, wenn die weichen Kosten niedrig gehalten werden können.

- **Gleiches gilt für die verpflichtende Beauftragung eines Anwalts, Wirtschaftsprüfers o.ä. als „Mittelverwendungskontrolleur“ (§ 5c RegE).**

  Dies gilt zwar nur, wenn Geld in einer anderen Gesellschaft eingesammelt wird, als der, die investiert. Dies kann aber insbesondere in der Vorlaufphase auch für die Bürgerwindparks zutreffen, wenn die eigentliche Betreibergesellschaft noch nicht gegründet ist. Auch hier stehen

Aufwand und Nutzen in keinem vernünftigen Verhältnis. Bürgerwindgesellschaften in der Rechtsform GmbH & Co. KG haben gewählte Beiräte, die in alle Geschäftsvorgänge Einsicht verlangen können. Die Geschäftsführung ist in den meisten Fällen ortsansässig und steht jederzeit für Auskünfte zur Verfügung und gleichermaßen unter einer Art „Sozialkontrolle".

Beispiel: Vorstellung eines typischen Bürgerwindparks und Bedeutung der vorgesehenen Regelungen

Als plakatives Beispiel eines typischen Bürgerwindparks möchten wir ein Projekt in Landkreis Steinfurt vorstellen

Im Landkreis Steinfurt wurden seit 2016 neun Eigenkapitaleinwerbungen für Bürgerwindparks durchgeführt. Dabei wurden über 45 Mio. € Eigenkapital von über 2.000 Bürgerinnen und Bürger sowie beteiligten Kommunen eingeworben. Die 10te Einwerbung mit 13 Mio. Eigenkapital der Bürgerwind Hörstel steht jetzt im zweiten Halbjahr an.

Die Projekte werden in der Planungsphase den Bürgern vorgestellt, die dann die Möglichkeit haben, sich für eine Beteiligung zu entscheiden. Regionale Finanzinstitute sind in den gesamten Prozess involviert. Sie prüfen die Projekte umfassend, kennen sowohl die regional ansässigen Initiatoren als auch die potenziellen Anleger. Die hohe Beteiligung entsteht durch die örtliche bekannte Geschäftsführung und das Gefühl „wir machen das zusammen". Ein zwischengeschalteter professioneller Vermittler kann dies nicht vermitteln.

Bei Umsetzung des Gesetzes besteht die Gefahr, dass schon in der Projektierungsphase eine Gesellschaft zu gründen wäre und damit eine vorgezogene Prospektpflicht entsteht. Dies führt vor der Genehmigung des Projektes – und damit vor dem Zeitpunkt zu dem eine Umsetzung als sicher angenommen werden kann – zu neuen Vorlaufkosten und nicht erforderlichem Aufwand,

Zudem entstehen unnötig neue Kosten: 5 % für den verpflichtenden professionellen Vermittler bedeuten hier 650.000 Euro. Dies kommt zusätzlich zu den schon heute obligatorischen Kosten für ein Prospekt von ca, 75.000,- €. Unnötige Kosten, die entstehen, obwohl die Realisierung des Projekts noch nicht sichergestellt ist.

Nicht Ziel des Gesetzgebers

Es besteht die Gefahr, dass ein sinnvolles und richtiges Anliegen, nämlich Anleger vor zu risikobehafteten und hoch spekulativen Beteiligung zu schützen, eine so nicht gewollte Nebenwirkung verursacht. Wenn die Bildung von Bürgerwindparkgesellschaften erschwert wird, können sich weniger Menschen direkt an der Umsetzung der Energiewende beteiligen. Statt als gemeinsames Projekt der Anwohner vor Ort wird der Ausbau der Energieerzeugungskapazitäten dann noch mehr zu einem reinen Investitionsprojekt. Die örtliche Akzeptanz wird darunter leiden, obwohl gerade diese erforderlich ist.

Bereits heute ist die Prospekterstellung und die erforderliche Genehmigung durch die BAFIN ein komplexes Unterfangen, welches hohe Kosten verursacht. Die Prüfung im Rahmen der Prospekterstellung und anschließenden Prospektgenehmigung ist umfassend.

Zudem findet durch die direkte Ansprache vor Ort und die persönliche und regionale Verbundenheit eine hohe soziale Kontrolle statt. Den regionalen Finanzinstituten vor Ort sind diese Projekte zumeist bekannt, die Geschäftsführung sitzt vor Ort.

Mit den vorgeschlagenen Regelungen würde sich der finanzielle und bürokratische Aufwand nach unseren

Einschätzungen mehr als verdoppeln.

Viele derer, die in der Vergangenheit mit viel Idealismus den Ausbau der Windenergie vor Ort mitgestaltet haben und kleine Windgesellschaften zur Zufriedenheit ihrer Kommanditistinnen und Kommanditisten führen, würden unter diesen Bedingungen keine neuen Vorhaben mit breiter Bürgerbeteiligung mehr in Angriff nehmen oder auf eine breite Bürgerbeteiligung verzichten. Letzteres ist bereits heute schon der Fall.

Vorschläge des BWE

Aus den genannten Gründen schlagen wir vor, Bürgerenergiegesellschaften von diesen zusätzlichen Pflichten auszunehmen.

Wir regen an in § 5b Abs. 4 RegE ergänzend festzuschreiben, dass die Regelungen des vorliegenden Gesetzes auf regionale Projekte, bei denen das Projekt, der Sitz der Gesellschaft und die Mehrzahl der Anleger in einem örtlichen Zusammenhang stehen (maximal zwei Landkreise) keine Anwendung findet.

Zusätzlich könnte der Gesetzgeber eine Wertgrenze von 20.000.000 Euro gesetzlich verankern, unterhalb derer die Regelungen ebenfalls nicht anzuwenden sind.

investmentcheck.de

Stellungnahme zum Entwurf des Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes

(Stand: 21. April 2021)

Präambel

Verluste von AnlegerInnen im Bereich des Grauen Kapitalmarktes sind leider immer noch an der Tagesordnung. Fälle wie der von dem Containeranbieter P&R, der ursächlich für diese Gesetzesinitiative ist, sind immer noch möglich. Verschiedene Regelungen in diesem Gesetzesentwurf sind geeignet, um einen Teil der Ursachen zu beseitigen. Allerdings sind an einigen Stellen noch weitere Klarstellungen bzw. Verschärfungen anzuraten, um einen besseren Schutz der AnlegerInnen zu gewährleisten. Dazu nachfolgend im Einzelnen:

Anlagevermittlung/-beratung

In der Lösung des Problems wird im Gesetzesentwurf zu Recht formuliert: „Zum anderen übernehmen sachkundige Vermittler und Berater die Rolle einer Schutzinstanz." Dies kann auch funktionieren, wenn AnlegerInnen im Rahmen einer Anlageberatung in den Genuss einer Geeignetheitsprüfung kommen. Nur dann wird geprüft, ob ein Produkt zu einer Anlegerin bzw. einem Anleger passt. Eine Angemessenheitsprüfung, wie sie im Rahmen einer Anlagevermittlung erfolgt, leistet dies nicht.

Vorschlag:
„oder Anlagevermittlung" beim §5b (3) VermAnlG-E sollte gestrichen werden

<u>Begründung:</u>
Bei einer Anlagevermittlung ist nur die Angemessenheit zu prüfen (passiert häufig schlampig und durch vom Anbieter bezahlte Plausibilitätsprüfungs-Gutachten). Eine Geeignetheitsprüfung, die viel tiefer geht, erfolgt aber nicht! Diese wird nur im Rahmen der Anlageberatung erbracht. Ein Vergleich: Ein Arzt stellt das Rezept aus und der Apotheker verkauft die Medizin. Analog sollte auch bei Vermögensanlagen eine Rezeptpflicht bestehen. Ein Apotheker darf zu Recht keine schwerwiegenden Medikamente verkaufen, ohne dass ein Arzt Überkreuzwirkungen mit anderen Medikamenten oder die Gesamtkonstitution eines Patienten diagnostiziert hat. Komplexe und mit dem Totalverlustrisiko behaftete Vermögensanlagen dürfen auch nur nach einer Anlage-beratung mit Geeignetheitsprüfung verkauft werden, also im Rahmen einer „Rezeptpflicht".

Der Gesetzgeber schreibt in der Begründung von einer Beaufsichtigung der Vermittler. Bis heute hat die Finanzlobby allerdings das seit Jahren überfällige FinAnlVÜG verhindert. Im Rahmen des Fondsstandortgesetzes haben die Regierungsparteien erklärt: „Da derzeit ungewiss ist, ob die Arbeiten am FinAnlVÜG in dieser Legislaturperiode beendet werden können, sollen diese Vorschriften in ein anderes Gesetzgebungsvorhaben aufgenommen werden." Und bei den Gewerbeämtern oder anlogen Stellen gibt es keine ausreichende Aufsicht.

Stefan Loipfinger, Heilig-Geist-Straße 17, 83022 Rosenheim
Tel. 08031 / 9016500, Fax 08031 / 9016507, info@investmentcheck.de

Auskunftspflicht gegenüber der BaFin

Es ist eine Erweiterung der Befugnisse im Hinblick auf §19 VermAnlG geplant. Diese Ausweitung der Auskunftspflichten auf „jedermann“ ist allerdings sehr weit gefasst. In der Begründung wird sogar noch ausgeführt, dass die „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Kompetenz übertragen bekommt, Auskünfte, Unterlagen usw. auch von Dritten zu verlangen“. Dies bezieht beispielsweise Journalisten mit ein, die eventuell kritisch berichten. Dies könnte Konflikte mit dem Schutz von Quellen und damit mit anderen gesetzlichen Vorschriften auslösen. Die verpflichtende Herausgabe von vertraulich übersandten Unterlagen durch Whistleblower ist absolut inakzeptabel. Sofern es sich um reine Ergebnisse aus Recherchen in öffentlichen Datenbanken handelt, entsteht zwar kein Konflikt mit dem Quellenschutz, es bleibt aber ein massiver Eingriff in die Arbeit der Presse.

> ***Vorschlag:***
> ***Die Auskunftspflicht sollte auf alle Beteiligten begrenzt werden, die in einem Auftragsverhältnis zum Anbieter/Emittenten einer Vermögensanlage stehen.***

Begründung:

Der BaFin steht es frei, bei einem kritisch berichtenden Journalisten um weitere Auskünfte anzusuchen. Bundesfinanzminister Olaf Scholz hat in seinem Sieben-Punkte-Plan zu einer Finanzaufsicht mit „mehr Biss“[1] den regelmäßigen und intensiven Austausch der Finanzaufsicht mit Verbraucher- und AnlegerschützerInnen als einen Punkt zur Erreichung des Ziels definiert. Eine Pflicht zur Auskunft durch Presseorgane ist völlig unangemessen und vermutlich auch ein verfassungsrechtlich problematischer Eingriff in die Pressefreiheit. Für einen einzelnen Journalisten kann dies schwerwiegende finanzielle Folgen haben, wenn er mit der Erfüllung seiner gesetzlichen Auskunftspflicht an seiner journalistischen Arbeit gehindert wird und Quellen nicht mehr auf seinen Schutz vertrauen können.

Ad-hoc-Pflichten gemäß §11a VermAnlG

Die zum Schutz von Zweitmarktkäufern und von Anlegerinteressenten anderer Angebote desselben Anbieters vor einigen Jahren erlassene Ad-hoc-Pflicht soll um konkrete Gründe für entsprechende Mitteilungen erweitert werden. Dies ist zu begrüßen, da die Emittenten bisher die Pflicht sehr eng auslegten. Allerdings besteht auch dringender Bedarf, die Inhalte dieser Meldungen zu präzisieren. Die Verordnung zur Durchführung des § 11a des Vermögensanlagengesetzes sieht nur ein paar formelle Inhalte vor. Zur Einschätzung der Auswirkungen benötigen AnlegerInnen allerdings Informationen zu den Hintergründen und den Folgen. Eine pauschale Mitteilung, dass die Zins- und Rückzahlung gefährdet ist, kann von einer temporären Verschiebung bis zum drohenden Totalausfall alles beinhalten. Sie deckt auch ab, dass weitere Ereignisse, die eigentlich eine zusätzliche Mitteilung begründen, nicht mehr erfolgt. Der bei Verabschiedung des Kleinanlegerschutzgesetzes formulierte Wille des Gesetzgebers, mit dem die 11a-Vorschrift im VermAnlG verankert wurde, wird derzeit nicht erfüllt: „Auf diese Weise

[1] https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2021-02-02-mehr-biss-fuer-die-finanzaufsicht.html

wird für die Restlaufzeit einer Anlage gewährleistet, dass bestehende Anleger sowie potentielle Zweiterwerber weiterhin über aktuelle Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten verfügen."[2]

> ***Vorschlag:***
> ***Neben den Vorgaben, wann eine 11a-Mitteilung zu veröffentlichen ist, sollte auch eine inhaltliche Regelung verabschiedet werden. Anleger sollten mit einer 11a-Mitteilung in die Lage versetzt werden, die Ursachen und ihre Wirkung einschätzen zu können.***

Begründung:
Eine Pflicht zur Veröffentlichung von drohenden Problemen bringt AnlegerInnen nichts, wenn sie die Ursachen und ihre möglichen Folgen nicht einschätzen können. Die in der Gesetzesbegründung zur geplanten Änderung formulierte Maßgabe, dass die 11a-Mitteilung „Aufschluss über die finanzielle Lage des Emittenten" erhalten soll, wird in der Praxis nicht erfüllt. Eine einmal pauschal veröffentlichte Mitteilung darf außerdem aufgrund der unspezifischen Aussagen nicht dazu führen, dass zusätzliche Probleme nicht mehr kommuniziert werden müssen, da die alte Mitteilung wie eine Generalerklärung wirkt.

Verflechtung Anbieter/Emittent zu Vermittler

Die Neuformulierung von §5b (3) VermAnlG-E verhindert zwar, dass Anbieter wie im Fall von P&R selbst Zeichnungen ohne entsprechende Qualifizierung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder Finanzanlagenvermittler vornehmen. Dies reicht aber nicht aus, um eine wirkliche Schutzwirkung für AnlegerInnen zu erreichen. Für eine funktionierende Kontrollebene müssen Interessenskonflikte durch Verflechtungen ausgeschlossen werden.

> ***Vorschlag:***
> ***Ähnlich §18 Absatz 1 Nummer 1a VermAnlG-E sollten maßgebliche Interessensverflechtungen zwischen dem jeweiligen Emittenten/Anbieter und den beauftragten Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder Finanzanlagenvermittlern verboten werden.***

Begründung:
Korrekter Weise wird dem Anbieter der Vertrieb untersagt, weil ja hierbei keine Schutzwirkung durch eine – zumindest theoretische – Kontrolle Dritter erfolgt. Umgekehrt wird aber einem Finanzanlagenvermittler erlaubt, die Rolle eines Anbieters auszufüllen. Die Begründung, dass ja der Finanzanlagenvermittler ausreichend kontrolliert wird, überzeugt nicht. Deshalb sollte ein Verbot von Verflechtungen analog §18 (1) 1a VermAnlG-E definiert werden. Denn warum darf eine Crowd-Plattform nicht mit dem Emittenten verflochten sein, aber bei einer prospektpflichtigen Vermögensanlage darf dies der Fall sein. Das ist absolut inkonsistent in dem Gesetzentwurf.

[2] http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/039/1803994.pdf

Stefan Loipfinger, Heilig-Geist-Straße 17, 83022 Rosenheim
Tel. 08031 / 9016500, Fax 08031 / 9016507, info@investmentcheck.de

Mittelverwendungskontrolle

Mit §5c VermAnlG-E soll eine Mittelverwendungskontrolle eingeführt werden. Dies ist absolut zu begrüßen. Wichtig ist, dass die geplanten Vorschriften im weiteren Gesetzgebungsprozess nicht aufgeweicht werden. Um eine funktionierende Mittelverwendungskontrolle zu gewährleisten, ist unbedingt die Durchsicht des Kontrolleurs über alle Ebenen beizubehalten. Ebenso die direkte oder indirekte Qualifikationsvorgabe an den Kontrolleur. Nicht zuletzt ist auch die Einbeziehung der Vermögensanlagen nach §1 Absatz 2 Nummern 3 bis 8 VermAnlG wichtig.

Die in §5c Absatz 2 VermAnlG-E vorgenommene Formulierung ist allerdings nicht eindeutig. In Satz 1 wird geregelt, dass der Mittelverwendungskontrolleur das Konto führen muss und die Mittel erst nach Vorliegen der festgelegten Voraussetzungen freigeben darf. In Satz 3 wird hingegen definiert: „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.“ Das bedeutet, dass zwar anfänglich eine funktionierende Kontrolle durch die Kontoführung des Mittelverwendungskontrolleurs vorhanden ist, diese aber nur noch nachträglich erfolgt, sobald die Gelder an den Emittenten bzw. nachgelagerte Projektgesellschaften freigegeben werden.

Unglücklich ist außerdem die Weiterleitung des Berichts an den Emittenten, der dann diesen im Bundesanzeiger veröffentlichen und an die BaFin weiterleiten muss. Da es sich beim Mittelverwendungskontrolleur um einen Zahlungsdienstleiter nach dem Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz handelt, sollte dieser direkt den Bericht an die BaFin und den Bundesanzeiger senden.

Übrigens: In der Begründung zum §5c VermAnlG-E wird auf das Zahlungsdiensteabwicklungsgesetz Bezug genommen. Richtiger Weise müsste dies Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz heißen. Außerdem wird in der neuen Vorschrift auf §1 Absatz 2 Nummer 8 VermAnlG Bezug genommen, die über das Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) in das VermAnlG aufgenommen werden soll. Allerdings ist die Nummer 8 aufgrund der bisher nicht erfolgten Verabschiedung noch nicht in Kraft. Dies sollte beim weiteren Gesetzgebungsprozess zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes im Auge behalten werden, damit kein Bezug auf eine nicht verabschiedete Vorschrift entsteht.

Vorschlag:
Statt einer anfänglichen Kontoführung über den Mittelverwendungskontrolleur sollte eine gemeinsame Kontoverfügung über alle Ebenen vorgeschrieben werden. Wenn dadurch die Befähigung als Zahlungsdienstleister weg fällt, sollte eine berufliche Qualifikation vorgegeben werden.
Außerdem sollte der Bericht über die Mittelverwendungskontrolle gemäß §5c Absatz 3 VermAnlG-E nicht vom Emittenten an den Bundesanzeiger und die Bundesanstalt übersandt werden. Dies sollte der Mittelverwendungskontrolleur tun, um bewusste Verzögerungen bei der Weiterleitung durch den Emittenten zu verhindern.

Stefan Loipfinger, Heilig-Geist-Straße 17, 83022 Rosenheim
Tel. 08031 / 9016500, Fax 08031 / 9016507, info@investmentcheck.de

Begründung:
Eine nachträgliche Kontrolle schützt nicht vor Missbrauch, die nur durch eine gemeinschaftliche Verfügungsgewalt erreicht werden kann. Dem Kontrollierten die Veröffentlichung des Kontrollberichtes und die Weiterleitung an die Bundesanstalt aufzugeben, ist im Falle von Beanstandungen außerdem viel zu fehleranfällig.

Transparenzpflichten

Bei den größenabhängigen Erleichterungen war im §26 Absatz 2 VermAnlG bisher nur §326 HGB ausgeschlossen. Zukünftig werden auch die Erleichterungen nach §327 HGB ausgeschlossen, die für mittelgroße Kapitalgesellschaften Offenlegungserleichterungen beinhalten. Dies ist ausdrücklich zu begrüßen.

In der Praxis zeigt sich leider, dass schon die bisherigen Vorgaben von über 50% (!) der Emittenten[3] nicht eingehalten werden. Deshalb sollte unbedingt der bisherige Kontrollmechanismus über die BaFin, die die Emittenten an den Bundesanzeiger meldet, der dann prüft, um Verstöße dem Justizministerium zu melden, überdacht werden.

Ebenfalls sehr wichtig wäre, dass diese Transparenzvorschriften auch für ältere Vermögensanlagen greifen. Es gibt keinen Grund, warum für diese Ausnahmen gelten. Sie haben ebenfalls Geld am Kapitalmarkt eingesammelt und verwalten das Geld von AnlegerInnen. Diese bei solchen sinnvollen Vorgaben auszuschließen ist vergleichbar einer Anpassung der Straßenverkehrsordnung, die aber nur für junge Führerscheinbesitzer gilt.

> ***Vorschlag:***
> ***Abschnitt 3 zur Rechnungslegung und Prüfung im VermAnlG sollte bis zu deren vollständigen Tilgung auf alle Emittenten von Vermögenanlagen erweitert werden. Als Vermögensanlagen zu definieren wären alle Emittenten, die mit einem von der Finanzaufsicht gestatteten Verkaufsprospekt Geld einsammelten und dies noch nicht vollständig zurückzahlten.***

Begründung:
AnlegerInnen sind darauf angewiesen, dass sie zeitnah und aussagekräftig über die Entwicklung ihrer Geldanlage informiert werden. Auch zum Schutz von Neuanlegern wäre es wichtig, dass die Qualität älterer Angebote frühzeitig erkennbar wird, um diese Erkenntnisse auch bei Anlageentscheidungen zu neuen Kapitalmarktangeboten einbeziehen zu können.

[3] https://www.test.de/presse/pressemitteilungen/Riskante-Anlagen-Vorschriften-ignoriert-5577627-0/

Stefan Loipfinger, Heilig-Geist-Straße 17, 83022 Rosenheim
Tel. 08031 / 9016500, Fax 08031 / 9016507, info@investmentcheck.de

MATTIL & KOLLEGEN
Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht

MATTIL & KOLLEGEN | Thierschplatz 3 | 80538 München

447/21 - MA - eh / D32/80583

Deutscher Bundestag
Platz der Republik 1
11011 Berlin

München, 22.04.2021
Unser Zeichen: 447/21MA / eh

Gesetz zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes (BT-Drucksache 19/28166)

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Hessel,
sehr geehrte Damen und Herren Mitglieder des Finanzausschusses,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem Gesetzentwurf Stellung nehmen zu dürfen.

Die Kanzlei MATTIL ist seit mehr als 20 Jahren im Bank- und Kapitalmarktrecht tätig und vertritt Anleger in dem breiten Spektrum des Kapitalmarktes, insbesondere bei gescheiterten Anlagen in Wertpapieren, Investmentfonds, Vermögensanlagen und Versicherungen.

PETER MATTIL
Rechtsanwalt | Fachanwalt
für Bank- und Kapitalmarktrecht

KATJA FOHRER*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht

SUSANNE KUNZFELD*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht
Wirtschaftsmediatorin IHK

SYLVIA SONNWEBER*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht

RALPH VEIL*
Rechtsanwalt | Fachanwalt
für Bank- und Kapitalmarktrecht
für Handels- und Gesellschaftsrecht
Mediator

JOACHIM KLEEFELD*
Rechtsanwalt | Fachanwalt
für Bank- und Kapitalmarktrecht

ROHAN FONSEKA*
Rechtsanwalt | Fachanwalt
für Bank- und Kapitalmarktrecht

MAGDALENA NICOLA*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht

EVA-MARIA UEBERRÜCK*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht

JENNIFER FUGMANN*
Rechtsanwältin | Fachanwältin
für Bank- und Kapitalmarktrecht

ALEXANDRA HEHL*
Rechtsanwältin

ANNA NOLTENHANS*
Rechtsanwältin

*angestellte(r)
Rechtsanwalt / Rechtsanwältin

Thierschplatz 3
80538 München

Zentrale
Telefon (0 89) 24 29 38 - 0
Telefax (0 89) 24 29 38 - 25
www.mattil.de

Sekretariat:
Margret Engelhardt
Direkt-Tel (0 89) 24 29 38 - 0
Direkt-Fax (0 89) 24 29 38 - 25
e-mail: mattil@mattil.de

Der Gesetzentwurf sieht in der Gesamtschau deutlich verschärfte Anforderungen für die Emittenten von Vermögensanlagen vor, die geeignet sein dürften, Verbraucher vor unnötigen Verlusten zu schützen und dieses Marktsegment nach vielen missbräuchlichen Angeboten einer strengen Kontrolle zu unterwerfen. An einigen Stellen müssten die Maßnahmen allerdings noch konsequenter sein.

Der Eigenverkauf durch den Emittenten ist nicht mehr zulässig, der Anleger muss eine Vermittlung/Beratung eines Finanzanlagenvermittlers / Wertpapierdienstleistungsunternehmens in Anspruch nehmen. Dadurch soll gewährleistet sein, dass dem Anleger eine Geeignetheits- zumindest eine Angemessenheitsprüfung - zuteil wird. Außerdem müssen diese Vertriebe eine Vermögensschadenshaftpflichtversicherung für den Fall einer Pflichtverletzung unterhalten. Die Pflichten eines Beraters gehen deutlich weiter als die eines Vermittlers, er muss auch auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden eingehen. In der Praxis wird von den Dienstleistern meist bestritten, dass sie eine Beratung geleistet, sondern nur eine Vermittlung durchgeführt hätten. An der Stelle könnte auch der Aspekt aufgegriffen werden, dass Vermögensanlagen- nur im Wege der Anlageberatung angeboten werden dürfen, da sie ein erhöhtes Risikopotential aufweisen.

In der Verordnung EU 2020/1503 über Europäische Schwarm Finanzierungsdienstleister kommt dies bereits zum Ausdruck.

In Art. 21 der Verordnung wird von den Dienstleistern verlangt, dass sie Informationen über die Erfahrung, Anlageziele, finanzielle Situation und das grundliegende Verständnis verlangen. Dies sind typische Merkmale einer <u>Anlageberatung.</u>

Wenn der Dienstleister nur eine Anlagevermittlung erbringen möchte, muss er darauf deutlich hinweisen und dafür sorgen, dass die Haftpflichtversicherung auch den Fall einer Beratung abdeckt, wenn der Kunde nachweisen kann, dass er eine Beratung wollte und auch erhalten hat (dies kommt in der Praxis oft vor).

Die Aufsicht über die Finanzanlagenvermittler wird noch immer von den IHK/Gewerbeämtern geführt. Die Finanzdienstleistungsinstitute, Wertpapierhandelsunternehmen und künftigen Schwarm-Finanzierungsdienstleister stehen aber unter der Aufsicht der BaFin. Für eine Trennung der Aufsicht gibt es meiner Meinung nach kein einziges schlüssiges Argument. Die Stellungnahme zur Aufsichtsübertragung auf die BaFin dürfen wir nochmals als Anlage übersenden.

Vermögensanlagen, bei denen das Anlageobjekt zum Zeitpunkt der Erstellung des Prospektes/Informationsblattes nicht konkret bestimmt ist, werden nicht mehr erlaubt (Blind-Pool-Verbot). Dies halten wir für richtig. Allerdings dürfte die Abgrenzung schwierig sein, ob die Anlegergelder in das Unternehmen selbst und seinen Geschäftszweck fließen und selbst verwendet oder über zwischengeschaltete Gesellschaften investiert werden. In diesem Falle läge kein (Semi) Blind-Pool vor.

Mittelverwendungskontrolle:
Die Verpflichtung zur Einschaltung eines Mittelverwendungskontrolleurs halten wir ebenfalls für richtig und unverzichtbar. Allerdings ergeben sich in dem Zusammenhang verschiedene, zu diskutierende Aspekte:

Es muss sich um eine echte Kontrolle, nicht eine nachträgliche, sog. Belegprüfung handeln.

Beispiel aus unserer Praxis:

> Der Emittent hatte Millionenbeträge an eine Gesellschaft in der Schweiz überwiesen. Der Mittelverwendungskontrolleur ließ sich die Rechnung dazu zeigen und „hakte es ab“. Eine derartige Belegprüfung ist Makulatur und eine Augenwischerei. Die Rechtsprechung geht davon aus, dass dies eine Täuschung der Anleger und eine Belegprüfung keine Kontrolle ist.

Unabhängigkeit:
Wenn der Mittelverwendungskontrolleur von dem Emittenten ausgesucht wird, ist er automatisch nicht unabhängig. Er fühlt sich dem Emittenten verpflichtet und nicht den Interessen der Anleger. Dies ist die Erfahrung aus unzähligen Verfahren gegen Emittenten und deren Mittelverwendungskontrolleure. Der Kontrolleur muss aus dem Kreise der Anleger (z. B. ein Beirat) oder von der BaFin ausgesucht und beauftragt werden. Wenn der Mittelverwendungskontrolleur und der Emittent gemeinsam die Kriterien der Mittelfreigabe - bzw. - Kontrolle festlegen und der Emittent ihn bezahlt, wird der richtig gedachte Ansatz in sich zusammenfallen. Außerdem sollte die Mittelverwendungskontrolle über die ganze Laufzeit der Vermögensanlage stattfinden.

Haftung:
Wenn ein Mittelverwendungskontrolleur eine Pflichtverletzung begeht, stellt sich die Frage nach der Haftung. Da er mit dem Anleger ja selbst keinen Vertrag schließt, wird er diesem gegenüber nicht haften, bzw. nur aus deliktischen Anspruchsgrundlagen, also Beihilfe zum Betrug, vorsätzliche sittenwidrige Schädigung oder zumindest Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter. Diese Ansprüche sind wegen der von der Rechtsprechung gesetzten hohen Hürden für einen Anleger kaum zu begründen. Deshalb benötigen wir eine klare Haftungsregelung.

Das Gesetz müsste deswegen konsequenterweise eine klare Haftungsregelung vorsehen, wonach der Mittelverwendungskontrolleur direkt den Anlegern gegenüber haftet und, der Emission entsprechend, eine ausreichende Haftpflichtversicherung unterhalten muss.

Beispiel: P & R Container:

Die in Deutschland ansässigen P & R Gesellschaften (vier verschiedene GmbH's) sammelten Milliarden ein und die in der Schweiz ansässige operative P & R Equipment & Finance erwarb Container, hatte aber zu den Anlegern keine Vertragsbeziehungen.

Der Wirtschaftsprüfer hat nicht erkannt, dass die deutschen Gesellschaften keinen einzigen Container bilanziert hatten, weder im Anlage- noch im Umlaufvermögen.
Die Einbeziehung eines Mittelverwendungskontrolleurs hätte dazu geführt, dass die Anlegergelder auf dessen Konto hätten verbleiben müssen, da seitens der P & R Gesellschaften kein Nachweis geliefert werden konnte, dass Container für die Anleger, zu deren Eigentum, angeschafft wurden. Man kann sich unschwer vorstellen, unter welchem Druck der Mittelverwendungskontrolleur gestanden hätte, wenn er vom Emittenten ausgesucht und beauftragt worden wäre. Im Falle einer Weiterleitung würde er jetzt in der Haftung für einen Milliardenbetrag stehen. Es macht also überhaupt keinen Sinn, den Mittelverwendungskontrolleur vom Emittenten stellen zu lassen und nicht für eine ausreichende Haftpflichtversicherung zur sorgen. Die Haftpflichtversicherung muss gegenüber der BaFin nachgewiesen werden, bevor eine entsprechende Beauftragung erfolgen kann.

> *Der Mittelverwendungskontrolleur haftet gegenüber den Anlegern im Falle von Pflichtverletzungen bei Vorsatz und Fahrlässigkeit .*
>
> *Eine Bestellung des Mittelverwendungskontrolleurs kann erst erfolgen, wenn dieser eine Vermögensschadenhaftpflichtversicherung nachweist, die dem Emissionsvolumen entspricht.*

Nicht ganz einleuchtend ist, dass die Vermögensanlagen des § 1 Abs. 2 Nr. 3 bis 6 nicht erfasst sind (von der Mittelverwendungskontrollpflicht), wenn der Emittent die Sachgüter selbst erwirbt. Die Weitergabe der Anlegergelder an eine weitere Gesell-

schaft ist meiner Ansicht nach nicht die logische Voraussetzung für die Kontrolle der Mittelverwendung.

Das Produktinterventionsverfahren für die BaFin wird gestärkt. Bei Anlegerschutzbedenken kann sie das Prüfungsverfahren aussetzen. An dieser Stelle möchte ich dafür plädieren, dass Produktinterventionsmaßnahmen der BaFin nach Beginn des Vertriebes verjährungshemmende Wirkung haben muss. Eine Verjährung von Schadensersatzansprüchen tritt bereits nach drei Jahren (§ 199 BGB) ein und wir haben es unzählige Male erlebt, dass Anleger von den Emittenten bis zum Eintritt einer Verjährung hingehalten wurden.

Beispiel: Ein geschlossener Fonds versprach die Errichtung eines Krankenhauses in Arabien und sammelte dafür 100 Mio. EUR ein.

Die Anleger wurden immer wieder vertröstet unter Hinweis auf angebliche Schwierigkeiten vor Ort, bis Schadensersatzansprüche verjährt waren.

Eine Verjährungshemmung muss automatisch und Kraft Gesetzes eintreten, wenn die BaFin Produktinterventionsmaßnahmen ergreift oder, auch nach Abschluss des Vertriebes, Auskünfte verlangt (§ 19 VermAnlG).

Wir schlagen deswegen die folgende Formulierung vor:

> *Maßnahmen der Bundesanstalt nach § 18 oder § 19 des VermAnlG hemmen die Verjährung von Schadensersatzansprüchen der Anleger, bis zu dem Zeitpunkt, da die Bundesanstalt die Maßnahme für erledigt erklärt.*
> *Dasselbe gilt, wenn der Emittent die Pflichten nach § 11 oder § 11a VermAnlG verletzt.*

Der Gesetzentwurf sieht richtigerweise die Ergänzung der Veröffentlichungspflichten nach § 11 und § 11a VermAnlG vor. Der Emittent muss z. B. einen Zahlungsverzug gegenüber Anlegern mitteilen. Diese Ergänzungen sind zu begrüßen, aber es fehlt die Konsequenz.

Blind-Pool-Verbot und Mittelverwendungskontrolle gelten nicht bei dem Verkauf von Wertpapieren, zu denen auch die sog. Krypto-Wertpapiere (§ 16 eWpG) gehören. Ich habe am Markt beobachtet, dass klassische Vermögensanlagen - z. B. ein KG-Anteil an einem Schiffsfonds - „tokenisiert", also zu einem Wertpapier umgewandelt werden. Nur weil diese Token an eine Kryptowährung angebunden sind, dürfen sie als Wertpapiere behandelt werden. Meiner Einschätzung nach wird sich ein Großteil der Vermögensanlagen in diese Richtung verschieben. Tokenisierte Produkte werden in der einschlägigen EU-Verordnung (COM 2020591) als Kryptowerte (im englischen Kryptoassets), also nicht als Wertpapiere bzw. Securities bezeichnet. Token, wie in dem als Anlage beigefügten Beispielsfalle, sind nicht an einem Kapitalmarkt handelbar und damit keine Wertpapiere. Sie sollten diese Bezeichnung nicht tragen dürfen. Mit einer „Token-Verkleidung" könnten also geltende Regulierungsstandards für Vermögensanlagen umgangen und die Risiken für Anleger deutlich erhöht werden.

Die inhaltliche Prüfung der Prospekte wurde schon oft gefordert. Nach § 8 VermAnlG prüft die BaFin die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit seines Inhalts. Bei sorgfältiger Anwendung dieser Vorgaben müssten die wesentlichen Schwachpunkte eines Prospektes erkannt werden.

Beispiel:
Die P & R Gruppe hatte den Anlegern versprochen, Schiffscontainer zu erwerben und jedem das Eigentum zu übertragen. Die Plausibilitätsprüfung hätte schon zu einer kritischen Nachfrage führen müssen, da die Emittenten (vier GmbH's in Deutschland) weder im Anlage- noch im Umlaufvermögen Container aktiviert hatten.

Dasselbe gilt für die in Hannover bzw. Bremen ansässige DOLPHIN-Gruppe, die an zigtausend Anleger sog. „Loan Notes“ verkaufte, also ein als Vermögensanlage zu definierendes Phantasieprodukt, ohne einen Prospekt zu veröffentlichen.

Die bestehende Regelung (Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit) und ergänzend die verpflichtende Prüfung der Tragfähigkeit dürften ausreichend Grundlage für alle erforderlichen Maßnahmen bieten.

Der bereits mehrfach vorgeschlagene und diskutierte Ansatz eines Finanz-TÜV hat nach wie vor seine Berechtigung. Eine Zulassung vieler Finanzprodukte darf gar nicht erst erfolgen, also auch dann nicht, wenn ein Prospekt und alle anderen Formalitäten erfüllt wurden.

Mit freundlichen Grüßen

P. Mattil
Rechtsanwalt
-Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht-

A1

Wertpapier-Informationsblatt (WIB) nach § 4 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) für tokenbasierte Kommanditanteile „RHAS 5 Token" an der RHAS 5 Schifffahrts GmbH & Co. KG (Emittentin)

Warnhinweis: Der Erwerb dieses Wertpapiers ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

Stand des WIB: 12. Mai 2020 **Anzahl der bisherigen Aktualisierungen des WIB: 1**

1. Art des Wertpapiers, Bezeichnung

Tokenbasierte Kommanditanteile „RHAS 5 Token" (im Folgenden auch „RHAS 5 Token" genannt)

Internationale Wertpapier-Identifikationsnummer (ISIN)

Eine Wertpapier-Identifikationsnummer liegt mangels Stückelung des Wertpapiers nicht vor.

2. Funktionsweise des Wertpapiers einschließlich der mit dem Wertpapier verbundenen Rechte

Eine Beteiligung von Anlegern an der Kommanditgesellschaft RHAS 5 Schifffahrts GmbH & Co. KG (im Folgenden auch „Emittentin", „Anbieterin" oder „Gesellschaft" genannt) erfolgt mittelbar als Inhaber von tokenbasierten Treuhandanteilen (im Folgenden „Tokeninhaber" oder „Anleger" genannt) über die Treuhandkommanditistin New Shore Treuhand GmbH. Die RHAS 5 Token werden von der RHAS 5 Schifffahrts GmbH & Co. KG generiert und bei der Zeichnung von tokenbasierten Treuhandanteilen gegen Einzahlung der gezeichneten Pflichteinlage (d.h. sukzessiv dem Mittelzufluss aus dem vorliegenden Wertpapier entsprechend) in Euro von der Emittentin begeben. Jeder RHAS 5 Token gewährt die auf einen Treuhandanteil von Euro 1,- entfallenden Vermögens- und Verwaltungsrechte. Eine Verbriefung der RHAS 5 Token, gleich welcher Art, erfolgt nicht. Die untereinander gleichberechtigten RHAS 5 Token verfügen über einen Smart Contract, der auf der Ethereum-Blockchain ausgeführt wird. Der Smart Contract ist ein Programmcode, der die Zahlungspflichten der Gesellschaft aus dem tokenbasierten Treuhandanteil verwaltet und mit einem getrennten Gesellschafterregister verknüpft ist. Über das Gesellschafterregister werden die automatisierten Zahlungen (z.B. Ausschüttungen, Abfindung) an den jeweiligen Tokeninhaber vorgenommen und damit Ansprüche aus dem tokenbasierten Treuhandanteil erfüllt. Weiterhin enthält der Smart Contract die Angaben zu dem auf den Token entfallende Stimmen bei Beschlussfassungen der Gesellschafter. Dem Smart Contract der RHAS 5 Token ist auf der Ethereum-Blockchain ein Register zugeordnet, dem sämtliche Token-Übertragungen und eine Liste mit Adressen, die den jeweiligen RHAS 5 Token halten, entnommen werden können. Die Tokeninhaber werden in das Register nicht namentlich eingetragen. Stattdessen werden sie mit ihren jeweiligen Blockchain-Adressen (Public-Key der Wallet), die im Blockexplorer https://etherscan.io eingesehen werden können, in das Register eingetragen. Zusätzlich werden zu jedem Tokeninhaber noch Referenzdaten für die Verknüpfung zum Gesellschafterregister gespeichert. Tokeninhaber ist derjenige, dessen Ethereum-Adresse (Public Key) seiner Wallet („Geldbörse") den auf der Ethereum-Blockchain vorhandenen RHAS 5 Token zugeordnet sind. Die Komplementärin ist ermächtigt, die RHAS 5 Token zum Handel an einem oder mehreren Handelsplatz/-plätzen im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 24 der Richtlinie 2014/65/EU zuzulassen und alle hierfür erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und Handlungen vorzunehmen, insbesondere die Regelungen ihres Gesellschaftsvertrages und/oder den Smart-Contract der RHAS 5 Token so zu ändern, dass die RHAS 5 Token ab dem 01. Januar 2025 durch Buchungen im Effektengiro erfasst werden können.

Folgende gesellschaftsvertraglichen Rechte der Anleger gehen mit dem Wertpapier einher:

- Recht der Anleger auf Ergebnisbeteiligung (gewinnabhängige Ausschüttung) sowie auf gewinnunabhängige Entnahmen: Das handelsrechtliche Ergebnis der Gesellschaft (Jahresüberschuss/-fehlbetrag) wird auf die Gesellschafter im Verhältnis ihrer Pflichteinlagen zueinander zum Ende des jeweiligen Geschäftsjahres verteilt mit der Maßgabe, dass die Tokeninhaber im Gegensatz zu Direktkommanditisten über die Treuhandkommanditistin am Vermögen und am Ergebnis der Gesellschaft beteiligt sind (gewinnabhängige Ausschüttung) und bei der Beschlussfassung über die Ergebnisverwendung auch über den auf einen RHAS 5 Token entfallenden Ergebnisanteil zu beschließen ist. Anspruch der Anleger auf gewinnabhängige Ausschüttungen und/oder gewinnunabhängige Entnahmen stehen jeweils unter dem Vorbehalt, dass hierdurch bei der Emittentin kein Insolvenzeröffnungsgrund hervorgerufen wird: Entnahmen und Ausschüttungen stehen ferner unter dem Vorbehalt, dass bei der Gesellschaft eine Mindestliquidität (Barbestände, Geldbestände auf Konten und ohne Verlust auflösbare Kapitalanlagen) von Euro 100.000,- +/- 10% nicht unterschritten wird. Über Entnahmen und Ausschüttungen sowie deren Höhe beschließt die Gesellschafterversammlung. Entnahmen sind auch dann zulässig, wenn die Kommanditeinlagen der Gesellschafter durch Verluste gemindert sind. Die Zahlung von Entnahmen und/oder Ausschüttungen erfolgt durch die Gesellschaft an die Tokeninhaber in Euro auf die im Gesellschafterregister der Emittentin geführte Kontoverbindung.
- Recht der Anleger auf Teilnahme an und Stimmrecht in der Gesellschafterversammlung durch Stimmabgabe im Online-Portal. Je Euro 1,-- der Pflichteinlage gewährt eine Stimme.
- Recht auf Übertragung: Die teilweise oder vollständige Übertragung tokenbasierter Treuhandanteile erfolgt durch Abtretung und ist durch Übertragung von RHAS 5 Token, deren Anzahl dem Betrag der zu übertragenden Pflichteinlage des tokenbasierten Treuhandanteils in vollen Euro entspricht, zulässig. Die Übertragung erfolgt, in dem der bisherige Tokeninhaber die seiner Wallet zugeordneten RHAS 5 Token auf die Wallet des neuen Tokeninhabers überträgt. Die Übertragung von RHAS 5 Token außerhalb der Ethereum-Blockchain ist unzulässig.
- Kündigungsrechte der Anleger und Laufzeit: Jeder Anleger kann seine Beteiligung an der Gesellschaft zum Ende eines Geschäftsjahres ordentlich kündigen. Die Laufzeit ist unbestimmt und endet durch Kündigung. Erstmalig ist eine solche Kündigung zum 31. Dezember 2032 zulässig. Es ist eine Kündigungsfrist von einem Jahr einzuhalten. Das Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund bleibt unberührt.
- Gesellschaftsvertragliches Recht der Anleger auf Zahlung eines Abfindungsguthabens bei Ausscheiden aufgrund einer Kündigung oder eines Ausschlusses aus der Gesellschaft (z.B. infolge der Zahlungsunfähigkeit und/oder der Insolvenz des Tokenihanbers, der Auflösung und/oder der Liquidation der Gesellschaft, der Nichterbringung des Zeichnungsbetrages), das die Komplementärin ermittelt. Dieses entspricht dem Verkehrswert der jeweiligen Beteiligung des Anlegers zum Zeitpunkt seines Ausscheidens. Für die Ermittlung des Verkehrswertes ist auf den vorherigen Bilanzstichtag der Gesellschaft ein Vermögensstatus der Gesellschaft zu ermitteln. Dabei sind die bilanzierten Vermögenswerte der Gesellschaft mit dem Verkehrswert anzusetzen. Ein etwaiger Firmenwert bleibt außer Ansatz. Der Verkehrswert entspricht dem Anteil des ausscheidenden Gesellschafters am Verkehrswert der Gesellschaft. Dieser Anteil bestimmt sich nach dem Verhältnis der Pflichteinlage des ausscheidenden Gesellschafters zu der Summe der Pflichteinlagen aller anderen Gesellschafter. Das so ermittelte Abfindungsguthaben ist in zwei Raten (in Euro) zu zahlen. Die erste Rate ist am 31. Dezember des Jahres, in dem das Abfindungsguthaben festgestellt wurde, zur Zahlung fällig. Die zweite Rate ist am 31. Dezember des Folgejahres zur Zahlung fällig. Im Übrigen darf durch die Zahlung des Abfindungsguthabens bei der Gesellschaft ein Insolvenzeröffnungsgrund nicht herbeigeführt werden. Soweit aufgrund dieses Zahlungsvorbehaltes die Zahlung des Abfindungsguthabens nicht oder nicht voller Höhe erfolgen kann, so ist die Zahlung unverzüglich nach Wegfall des Zahlungsvorbehaltes nachzuholen. Ein Recht auf „Rückzahlung" im klasischen Sinne besteht bei tokenbasierten Kommanditbeteiligungen nicht, sondern erschöpft sich in der Zahlung des tatsächlichen Verkehrwertes der jeweiligen tokenbasierten Kommanditbeteiligung.
- Recht der Anleger auf Liquidationserlös im Falle einer Liquidation der Emittentin.
- Recht der Anleger auf 1. internetbasierte Verwaltung der Beteiligung (Online-Portal) sowie 2. Zurverfügungstellung vierteljährlicher Informationen (d.h. betriebswirtschaftliche Auswertung, SOLL/IST-Abgleich gegenüber der Planung, Kapitalflussrechnung-Prognose, Geschäftsausblick für die kommenden 12 Monate, sowie rückblickender Marktbericht des Schiffssegmentes/Fahrgebietes und Marktausblick/Erwartung) jeweils unter der Internetadresse: portal.newshore-invest.de. Im Rahmen dieser Online-Verwaltung werden den Anlegern Informationen, insbesondere Pflichtmitteilungen, Erklärungen insbesondere rechtsgeschäftlicher Art, Aufforderungen zur Stimmabgabe bei Beschlussfassungen der Gesellschafter, Niederschriften, etc. zur Verfügung gestellt.

Innerhalb der RHAS 5 Schifffahrts GmbH & Co. KG werden die Tokeninhaber im Verhältnis zu Gesellschaftern der Emittentin wie Direktkommanditisten behandelt und gelten ihnen wirtschaftlich gleichgestellt, soweit im WIB nicht anders dargestellt.

3. Identität der Anbieterin/Emittentin einschließlich der Geschäftstätigkeit

Anbieterin und Emittentin ist die im November 2019 gegründete RHAS 5 Schifffahrts GmbH & Co. KG mit Sitz in Haren, Ems (Geschäftsanschrift: Boschstraße 16, 81379 Haren), eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Osnabrück unter der HRA 206721. Der Haupttätigkeitsbereich der Emittentin ist laut Gesellschaftsvertrag die entgeltliche unmittelbare Beförderung von Gütern über See mit eigenen und/oder fremden Schiffen, insbesondere mit dem eigenen, zum Stand des WIB noch zu bauenden Schiff "RHAS 5". Dieses soll von zum Stand des WIB feststehenden Vertragspartnern auf Grundlage des bereits abgeschlossenen Bauvertrages gebaut werden. Folglich übt die Emittentin zum Stand des WIB noch keine Haupttätigkeit im Sinne des vorgenannten Unternehmensgegenstandes aus. Es ist geplant, künftig im Rahmen der Geschäftstätigkeit Charter-, Fracht- und Poolverträge mit Dritten abzuschließen. Dies gilt jedoch immer unter der gesellschaftsvertraglich aufgestellten Prämisse, dass die unternehmerischen Entscheidungen im laufenden Geschäftsbetrieb durch die ausdrückliche Vereinbarung von Gestaltungs-, Lenkungs- und Weisungsrechten bei der Gesellschaft selbst verbleiben, die Letztverantwortung also bei der Emittentin verbleibt.

Identität eines etwaigen Garantiegebers einschließlich seiner Geschäftstätigkeit

Ein Garantiegeber existiert nicht.

4. Die mit dem Wertpapier und der Emittentin verbundene Risiken

Im Folgenden können nur die wesentlichen mit dem Wertpapier und der Emittentin verbundenen Risiken dargestellt werden. Der Eintritt einzelner oder das kumulative Zusammenwirken mehrerer nachfolgend beschriebener Risiken kann erhebliche nachteilige Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin haben, mit der Folge, dass die Emittentin nicht oder nur eingeschränkt in der Lage ist, ihre Zahlungsverpflichtungen (Entnahme-, Ausschüttungs- und Abfindungsansprüche der Anleger) aus den gegenständlichen tokenbasierten Kommanditanteilen gegenüber den Anlegern zu bedienen. Im ungünstigsten Fall kann es zur Insolvenz der Emittentin und damit zum Totalverlust des vom Anleger investierten Kapitals und/oder der Zahlungsansprüche kommen.

Wesentliche wertpapierbezogene Risiken

- Die RHAS 5 Token werden bei ihrer Ausgabe den jeweiligen Wallets der Anleger zugeteilt. Die RHAS 5 Token sind dem Anleger nur über dessen jeweilige persönliche Walletadresse zugeordnet. Der sog. Public Key ist mit einem Briefkasten vergleichbar: jeder der den Public Key kennt, kann Transaktionen („Briefe") an diesen senden. Der Private Key ist wiederum mit einem Briefkastenschlüssel vergleichbar: derjenige, der den Schlüssel hat, kann die Transaktionen („Briefe") entgegen nehmen und bei Bedarf weitersenden. Für die Nutzung der Blockchain benötigt der Nutzer einen Private Key. Der Private Key wiederum generiert einen Public Key, welcher – wie der Public Key selbst - aus einen einzigartigen Hashwert besteht. Hashwerte sind Prüfsummen, die für die Verschlüsselung von Nachrichten mit variabler Länge verwendet werden. Jeder, der den Public Key und den Private Key kennt, kann auf das Guthaben zugreifen und verwenden. Sollte der Private Key in die Hände Dritter gelangen, so kann dieser Dritte die Wallet eines Anlegers missbrauchen und unbefugt Vermögenstransaktionen vornehmen. Der Verlust des Private Key, auch wenn dieser schlichtweg „vergessen" wurde, führt zu einem unwiederbringlichen Verlust der RHAS 5 Token. Die Emittentin kennt den Private Key eines Anlegers nicht, sie kann den Private Key weder wiederbeschaffen noch den Zugang zu den Wallets auf irgendeine andere Weise wiederherstellen oder ermöglichen. Der Anleger sollte daher unbedingt seinen Private Key sicher aufbewahren. Die Emittentin kann für den Verlust oder das unbefugte Verwenden des Private Key nicht haftbar gemacht werden. Die Wallet des Anlegers muss für Ethereum Token kompatibel sein. Werden RHAS 5 Token auf eine nicht kompatible Wallet übertragen, hat der Anleger in der Regel keine Möglichkeit mehr, auf die RHAS 5 Token zuzugreifen und über diese zu verfügen. Für den Anleger bedeutet dies einen Totalverlust seiner Investition. Die Entscheidung über die richtige (kompatible) Wallet liegt allein bei dem Anleger.
- Die Blockchain-Technologie sowie alle damit in Verbindungen stehenden technologischen Komponenten befinden sich nach wie vor in einem frühen technischen Entwicklungsstadium. Der RHAS 5 Token entsteht, indem die Emittentin die Anzahl der gezeichneten RHAS 5 Token auf der Ethereum-Blockchain generiert und dann auf die Wallet Adressen der Anleger überträgt, indem die RHAS 5 Token den jeweiligen Adressen der Anleger zugewiesen werden. Ethereum ist ein quelloffenes verteiltes System, welches das Anlegen, Verwalten und Ausführen von dezentralen Programmen bzw. Kontrakten (Smart Contracts) in einer eigenen Blockchain anbietet. Die Blockchain-Technologie kann Fehler enthalten, die zum Stand des WIB nicht bekannt sind, aus denen sich zukünftig aber unabsehbare Folgen ergeben könnten. Die Blockchain-Technologie kann ferner technischen Schwierigkeiten ausgesetzt sein, die deren Funktionsfähigkeit beeinträchtigt. Ein teilweiser oder vollständiger Zusammenbruch der Ethereum-Blockchain kann die Emission der tokenbasierten Kommanditanteile und die Handelbarkeit der RHAS 5 Token stören oder unmöglich machen. Im schlimmsten Fall kann dies zum unwiederbringlichen Verlust der RHAS 5 Token führen.
- Die Blockchain-Technologie, der Smart Contract und/oder die Wallets der Anleger können Angriffen von unbefugten Dritten ausgesetzt sein, d.h. gehackt werden. Bei sogenannten Distributed Denial of Service (DDoS) Attacken können Angreifer z.B. ein Netzwerk oder eine Blockchain mit einer hohen Anzahl von Anfragen und/oder Transaktionen überlasten und das Netzwerk beziehungsweise die entsprechende Blockchain (temporär) unbenutzbar machen. Derartige Angriffe können unter Umständen zum Verlust der RHAS 5 Token führen. In der Vergangenheit hat es bereits zahlreiche Hackerangriffe gegeben, auch auf die Blockchain Ethereum. Auch Kryptobörsen könnten Ziel von Hackerangriffen werden. Aufgrund der grundsätzlichen Anonymität der Blockchain-Technologie ist eine Verfolgung von Tätern nahezu unmöglich. Ein solcher Angriff sowie Angriffe auf Kryptobörsen können zudem das Vertrauen der Anleger in die Blockchain Technologie nachhaltig zerstören.
- Eine vorzeitige Veräußerung der tokenbasierten Kommanditanteile ist zwar grundsätzlich möglich, jedoch derzeit noch stark eingeschränkt. Eine Zulassung der tokenbasierten Kommanditanteile zum Handel an einer Börse ist nicht geplant. Die Übertragung der Rechte aus den tokenbasierten Kommanditanteilen setzt zwingend die Übertragung der die tokenbasierten Kommanditanteile repräsentierenden RHAS 5 Token voraus. Der Transfer der RHAS 5 Token wiederum kann ausschließlich über die Ethereum-Blockchain erfolgen. Ein Handel der tokenbasierten Kommanditanteile mittels des RHAS 5 Token an einer oder mehreren Börsen ist zwar grundsätzlich möglich und kann von der Emittentin, von einem Token-Inhaber oder von Dritten beantragt werden. Die Entscheidung über die Aufnahme des Handels obliegt aber allein der jeweiligen Börse. Auch der Handel an einer solchen Börse bedeutet keine Gewähr, dass im Falle einer Verkaufsabsicht ausreichend Nachfrage zur Verfügung steht, um die RHAS 5 Token wieder zu veräußern; häufig unterliegen dort gehandelte Token großen Preisschwankungen. Es kann somit nicht ausgeschlossen werden, dass ein Anleger die von ihm gehaltenen tokenbasierten Kommanditanteile nicht oder nur zu einem Preis verkaufen kann, der erheblich unter dem Kaufpreis liegt.
- Über Entnahmen und Ausschüttungen entscheidet die Gesellschafterversammlung. Entnahmen, und Ausschüttungen und Abfindungen sind auch von der wirtschaftlichen Situation der Emittentin und insbesondere auch von deren Liquiditätslage abhängig. Für den Anleger besteht dadurch das Risiko, dass er im Falle des Vorliegens eines Zahlungsvorbehaltes keine Ausschüttungen/Entnahmen/Abfindung und/oder im Falle entsprechender Beschlussfassung der Gesellschafterversammlung keine Ausschüttungen/Entnahmen von der Emittentin verlangen kann. Wird zudem der Zahlungsvorbehalt (Herbeiführung eines Insolvenzeröffnungsgrundes) nicht beseitigt, hätte dies für den Anleger neben ausfallenden Entnahmen und/oder Ausschüttungen auch den Teil- oder Totalverlust seines eingesetzten Kapitals (d.h. keine Abfindungszahlung) zur Folge.

Wesentliche emittentenbezogene Risiken

- Die aktuelle Lage an den Schifffahrtsmärkten ist geprägt durch die Auswirkungen der Coronakrise, deren mittel- und langfristige Folgen derzeit schwer abzusehen sind. Eine kurzfristig starke Verringerung des weltweiten Handelsvolumens hat in manchen Segmenten der Schifffahrt zu einem merklichen Rückgang der Charterraten geführt. Es besteht das Risiko, dass zum Zeitpunkt der Ablieferung des Schiffes „RHAS 5" sich diese Marktlage wider Erwarten noch nicht verbessert hat, was negative Auswirkungen auf die Emittentin haben würde.
- Der Bau, die Fertigstellung und/oder Ablieferung des Schiffes „RHAS 5" sind zum Stand des WIB noch nicht erfolgt. Ferner besteht das Risiko einer Lieferung mit verdeckten Mängeln. Sofern eine Ablieferung zu einem späteren als dem geplanten Zeitpunkt oder bspw. durch eine Insolvenz der Bauwerft gar nicht erfolgt, kann dies negative Auswirkungen auf die Einnahmesituation der Emittentin haben. Die sog. Refund-Garantien greifen dann, wenn ein Schiff aus Gründen, die die Werft zu vertreten hat, nicht fertig gestellt wird. In diesem Fall kann dann der Auftraggeber (hier: Emittentin) von der Werft bzw. sofern diese insolvent ist oder schlicht nicht zahlt, die getätigten Anzahlungen von der Refund-Garantiegeberin (hier eine Bank) zurückfordern. Die Durchsetzung dieses Anspruchs ist natürlich rechtlich wie prozessual mit Risiken verbunden. Unter Umständen kann eine Rückzahlung erst Jahre später (nach erfolgreicher Durchführung des Schiedsgerichtsverfahrens) oder im Falle des Unterliegens sogar gar nicht erfolgen, was negative Auswirkungen auf die Emittentin haben würde.
- Die Anbieterin und Emittentin stellt Planrechnungen für den Betrieb des Seeschiffes „RHAS 5" auf. Die diesen Rechnungen zugrundeliegenden Kostenansätze sind aus Erfahrungswerten des mit vergleichbaren Schiffstypen abgeleitet. Liegen die Schiffsbetriebskosten beispielsweise durch Personalkostensteigerungen, Währungsschwankungen, höhere Reparatur- und Instandsetzungskosten, höhere Versicherungsprämien usw. über den Planansätzen bei der Investitionsentscheidung, hat dies negative Auswirkungen auf die Emittentin.
- Die Entwicklung der tokenbasierten Kommanditanteile hängt unmittelbar mit der wirtschaftlichen Entwicklung der Emittentin zusammen. Der Anleger muss kalkulieren, dass bei anhaltend negativem Geschäftsverlauf die geplanten Ausschüttungen nicht erzielt werden können und die Abfindung gefährdet ist. Somit muss der Anleger neben ausfallenden Ausschüttungen auch den Teil- oder Totalverlust seines eingesetzten Kapitals wirtschaftlich verkraften können.
- Das Schiff „RHAS 5" der Emittentin wird in branchenüblichem Umfang gegen Risiken versichert. Diese Versicherungen sehen regelmäßig bestimmte Nichtauszahlungsgründe vor. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Risiken nicht versicherbar sind, dass der Versicherungsschutz versagt wird oder aus unterschiedlichen Gründen nicht ausreichend ist und die Emittentin die Kosten aus Schäden selbst zu tragen hat.
- Die International Maritime Organization (IMO) hat in der Vergangenheit Sicherheits- und Umweltauflagen für Seeschiffe erarbeitet, welche von ihren 170 Mitgliedsländern ratifiziert und damit in geltendes Recht umgesetzt wurden oder zur Ratifizierung anstehen. Neben der IMO erteilen auch einzelne Länder Auflagen, welche vor dem Anlaufen der jeweiligen Häfen erfüllt werden müssen (z.B. die USA). Es besteht das Risiko, dass geltende und/oder zukünftig geltende Umweltauflagen kostenintensive Nachrüstungen von Schiffen notwendig machen bis hin zur Stilllegung.
- Wegen der teilweise bestehenden Personenidentität der jeweiligen Funktionsträger bestehen im Hinblick auf die Emittentin Verflechtungstatbestände rechtlicher, wirtschaftlicher und/oder personeller Art dahingehend, dass Herr Torsten Westphal und Herr Ralf Uebach sowohl bei der Komplementärin (persönlich haftende Gesellschafterin und Geschäftsführerin) der Emittentin, der RHAS 5 Verwaltungs GmbH, Haren (Ems), als auch bei der Kommanditistin der Emittentin, der Rhenus-Arkon-Shipinvest GmbH & Co. KG, als Geschäftsführer tätig sind. Gleichzeitig ist Herr Torsten Westphal Minderheitsgesellschafter und Geschäftsführer einer weiteren Kommanditistin der Emittentin, der ARKON Shipping GmbH & Co. KG. Es ist daher grundsätzlich nicht auszuschließen,

Entfällt: WKN/ISIN sind nicht vorhanden.

C.2 Währung der Wertpapieremission
Die Emissionswährung ist Euro. Jeder Anleger kann entweder in Euro oder in Ether (ETH) zahlen.

C.5 Beschränkungen zur freien Übertragbarkeit
Die Übertragung einer tokenbasierten Schuldverschreibung ist nur insgesamt möglich. Die teilweise Übertragung von Ansprüchen aus den tokenbasierten Schuldverschreibungen ist nicht zulässig. Die Übertragung der tokenbasierten Schuldverschreibungen erfolgt durch Abtretung und setzt zwingend die Übertragung der die Schuldverschreibung repräsentierenden Fundament Token voraus (sogenanntes beschränktes Abtretungsverbot). Der Transfer von Fundament Token vollzieht sich ausschließlich über das Ethereum-Netzwerk. Eine Übertragung der Schuldverschreibung außerhalb des Ethereum-Netzwerks ist nicht zulässig. Die Verpflichtung zum Verkauf der tokenbasierten Schuldverschreibungen und die Abtretung der tokenbasierten Schuldverschreibungen steht unter dem Formerfordernis und zugleich unter der aufschiebenden Bedingung, dass eine bestätigte Transaktion der Fundament Token zwischen Veräußerer und Erwerber im Ethereum Netzwerk vorliegt.

C.8 Beschreibung der mit den Wertpapieren verbundenen Rechte (einschließlich der Rangordnung und der Beschränkung dieser Rechte)

Mit dem Wertpapier verbundene Rechte
Die tokenbasierten Schuldverschreibungen gewähren Gläubigerrechte, die dem Anleger einen Anspruch gegen die Emittentin auf eine laufende variable Verzinsung während der Laufzeit und auf Rückzahlung des eingesetzten Kapitals am Ende der Laufzeit gewähren. Die während der Laufzeit fälligen Zinszahlungen und die Rückzahlung am Laufzeitende entsprechend dem gezeichneten Nennbetrag der tokenbasierten Schuldverschreibungen erfolgen jeweils in der Kryptowährung Ether. Maßgeblich ist der über die Online-Handelsplattform „Kraken" (www.kraken.com) zum Fälligkeitstag tatsächlich realisierte Wechselkurs (Euro-Ether). Die Emittentin wird Zahlungen entsprechend den jeweiligen Fälligkeitstagen an den Anleger leisten, der am Fälligkeitstag, 12:00 Uhr CET, Token hält.

Die tokenbasierten Schuldverschreibungen gewähren dem Anleger keine Gesellschafterrechte, insbesondere keine Teilnahme-, Mitwirkungs- und Stimmrechte in den Gesellschafterversammlungen der Emittentin. Die Geschäftsführung obliegt alleine der Geschäftsführung der Emittentin. Der Bestand der tokenbasierten Schuldverschreibungen wird weder durch Verschmelzung oder Umwandlung der Emittentin noch durch eine Veränderung ihres Gründungskapitals berührt. Eine Nachschusspflicht der Anleger besteht nicht.

Ein Recht auf vorzeitige ordentliche Kündigung für die Anleger besteht nicht. Eine außerordentliche Kündigung ist bei Vorliegen eines wichtigen Grundes möglich.

Rangordnung und Beschränkung dieser Rechte
Die tokenbasierten Schuldverschreibungen unterliegen einem qualifizierten Rangrücktritt der Anleger. Sie begründen im Verhältnis der Anleger (Gläubiger) der tokenbasierten Schuldverschreibungen gleichrangige und im Verhältnis zu Forderungen anderer Gläubiger der Emittentin nachrangige Gläubigerrechte. Im Fall der Liquidation, der Auflösung oder der Insolvenz der Emittentin sowie eines der Abwendung der Insolvenz der Emittentin dienenden Verfahrens gehen die Rechte aus den tokenbasierten Schuldverschreibungen allen anderen bestehenden und zukünftigen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin entsprechend § 39 Insolvenzordnung (InsO) im Rang nach (qualifizierter Rangrücktritt). Die Gläubiger der tokenbasierten Schuldverschreibungen sind verpflichtet, ihre nachrangigen Ansprüche gegen die Emittentin solange und soweit nicht geltend zu machen, wie deren Befriedigung zu einer Zahlungsunfähigkeit gemäß § 17 InsO oder zu einer Überschuldung gemäß § 19 InsO der Emittentin führen würde. Während dieser Frist ist die Verjährung des Teils der Ansprüche, der nicht geltend gemacht werden kann, gehemmt.

Die nachrangigen Forderungen der Anleger (Gläubiger) der tokenbasierten Schuldverschreibungen können nur aus bestehenden oder künftigen Jahresüberschüssen, einem etwaigen bestehenden oder künftigen Liquidationsüberschuss oder aus sonstigem freien Vermögen der Emittentin beglichen werden. Daneben bestehen keine Beschränkungen der Rechte aus den qualifiziert nachrangigen tokenbasierten Schuldverschreibungen.

A 2

§ 8 Nebenbestimmungen

(1) Der Anleger erklärt Folgendes:

a) Die Ausreichung des Nachrangdarlehens verstößt nicht gegen gesetzliche Bestimmungen.

b) Die Nachrangdarlehensmittel stehen ihm zur freien Verfügung und sind nicht anderweitig verpfändet oder belastet.

(2) Der Nachrangdarlehensnehmer erklärt Folgendes:

a) Die Aufnahme des Nachrangdarlehens führt weder anfänglich noch während der Laufzeit des Nachrangdarlehens zu einer Überschuldung des Nachrangdarlehensnehmers.

b) Der Nachrangdarlehensnehmer ist eine Kommanditgesellschaft nach deutschem Recht, die ordentlich gegründet ist.

§ 9 Nachrangigkeit

(1) Ist das Nachrangdarlehen auf dem Sonderkonto des Nachrangdarlehensnehmers eingegangen, ist die Geltendmachung des Anspruchs auf Rückzahlung der überlassenen Gelder (Tilgung) sowie auf Zahlung der versprochenen Zinsen solange und soweit ausgeschlossen, wie deren Rückzahlung einen Grund für die Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Emittentin herbeiführen würde (sog. vorinsolvenzliche Durchsetzungssperre). Im Falle der Insolvenz oder der Liquidation der Emittentin darf die Rückzahlung der überlassenen Gelder (Tilgung) sowie die Zahlung der versprochenen Zinsen erst nach Befriedigung sämtlicher anderer Gläubiger der Emittentin erfolgen. Die Forderungen der Anleger treten also hinter alle in § 39 Abs. 1 Nr. 1–5 InsO (Insolvenzordnung) genannten Forderungen zurück.

(2) Die Zinsen und die Tilgung des Nachrangdarlehens dürfen daher nur aus Jahresüberschüssen, Liquidationsüberschüssen und sonstigem freien Vermögen des Nachrangdarlehensnehmers geleistet werden, soweit diese Beträge nicht zur Erhaltung des satzungsmäßigen Eigenkapitals der Emittentin erforderlich sind.

(3) Die Nachrangigkeit gemäß § 9 Abs. 1 schließt die Aufrechnung sowohl mit Forderungen des Nachrangdarlehensnehmers gegen Forderungen des Anlegers als auch mit Forderungen des Anlegers gegen Forderungen des Nachrangdarlehensnehmers aus.

(4) Zahlt der Nachrangdarlehensnehmer entgegen den Regelungen in § 9 dennoch Zinsen aus oder tilgt er Darlehen, obwohl er dazu nach den Regelungen dieses § 9 nicht berechtigt ist, so hat der Anleger die auf diese Weise erlangten Geldbeträge auf Anforderung an den Nachrangdarlehensnehmer zurückzugeben.

(5) Sämtliche nachrangige Nachrangdarlehen aus diesem Nachrangdarlehensangebot sind im Verhältnis untereinander gleichrangig.

(6) Im Insolvenzverfahren darf der Anleger seine nachrangigen Forderungen nur entsprechend der vereinbarten Rangstelle anmelden und Befriedigung erst verlangen, wenn die Forderungen aller vorrangigen Gläubiger vollständig beglichen sind.

§ 10 Schlussbestimmungen

(1) Änderungen dieses Vertrages sowie ein Verzicht auf ein Recht aus diesem Vertrag bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Textform (§ 126 b BGB) und der ausdrücklichen Bezugnahme auf diesen Vertrag, soweit nicht eine strengere Form gesetzlich vorgeschrieben ist.

(2) Dieser Vertrag gibt die Vereinbarungen zwischen den Vertragspartnern hinsichtlich des Vertragsgegenstands vollständig wieder. Nebenabreden sind nicht getroffen. Alle bisherigen Abreden der Vertragspartner im Zusammenhang mit dem Vertragsgegenstand werden durch diesen Vertrag ersetzt.

(3) Dieser Vertrag unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

(4) Für alle Streitigkeiten aus dem oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag oder seiner Gültigkeit sind die Gerichte in Nürnberg ausschließlich zuständig, soweit dies gesetzlich zulässig vereinbart werden kann. Erfüllungsort ist Nürnberg.

(5) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrages ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden, so wird dadurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen dieses Vertrages nicht berührt. Das gleiche gilt, wenn und soweit sich in diesem Vertrag eine Lücke herausstellen sollte. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Lücke soll eine angemessene Regelung gelten, die, soweit rechtlich möglich, dem am nächsten kommt, was die Vertragsparteien wirtschaftlich gewollt haben oder nach dem Sinn und Zweck dieses Vertrages gewollt hätten, sofern sie bei Abschluss dieses Vertrages oder der späteren Aufnahme der Bestimmung diesen Punkt bedacht hätten.

Nürnberg, den 12.9.2017
UDI Energie FESTZINS 12 GmbH & Co. KG,
vertreten durch ihre Komplementärin UDI Festzins Verwaltungs GmbH, diese wiederum vertreten durch den Geschäftsführer Georg Hetz

Die Vermögensanlage im Überblick

Emittentin, Anbieterin und Prospektverantwortliche	UDI Energie FESTZINS 12 GmbH & Co. KG (im Folgenden auch UDI Energie FESTZINS 12 genannt)
Art der Vermögensanlage	Unbesichertes Nachrangdarlehen mit qualifiziertem Rangrücktritt
Anlageobjekte	**Auf Ebene der Emittentin:** Gewährung von Nachrangdarlehen an Projektgesellschaften und zwischengeschaltete Gesellschaften. Die Investition in die Projektgesellschaften erfolgt über die Gewährung von Nachrangdarlehen entweder direkt an Projektgesellschaften oder über deutsche, noch zu gründende, zwischengeschaltete Gesellschaften, die das Nachrangdarlehenskapital zu denselben Bedingungen über die Gewährung von Nachrangdarlehen an die Projektgesellschaften weiterleitet. Sollte eine Investition über zwischengeschaltete Gesellschaften erfolgen, entsteht also eine weitere Investitionsebene zwischen der Emittentin und den Projektgesellschaften. Anlageobjekte auf Ebene der Emittentin sind somit sowohl die Vergabe von Nachrangdarlehen an die einzelnen Projektgesellschaften als auch an die zwischengeschalteten Gesellschaften. **Auf Ebene der Projektgesellschaften:** Die noch nicht feststehenden Projektgesellschaften investieren in Photovoltaik-, Windenergie- und Biogasanlagen und Wärmenetze in Deutschland und dem EU-Ausland. Außerdem werden die Projektgesellschaften in energieeffiziente Immobilien in Deutschland und in Grundstücke, auf denen solche Immobilien errichtet werden sollen investieren. Zudem kann in Projektgesellschaften investiert werden, die andere Projektgesellschaften, die vorgenannte Anlagen oder Gebäude bauen und betreiben, in ihrem Betrieb unterstützen, z. B. durch den gebündelten Einkauf von Ersatzteilen oder Substraten oder von gemeinschaftlich nutzbaren Servicedienstleistungen für z. B. die Wartung, um so die Betriebskosten dieser Projektgesellschaften zu optimieren.
Verzinsung	**Nach Eingang Darlehensbetrag** **(§ 187 Abs. 1 BGB)** **bis zum 31.12.2022: 4,0 % p. a.** **für die Zeit vom 1.1.2023 bis zum 31.12.2026: 5,0 % p. a.** **für die Zeit vom 1.1.2027 bis zum 31.12.2028: 6,0 % p. a.** **für die Zeit vom 1.1.2029 bis zum 31.12.2029: 6,5 % p. a.**
Zinstermine	Jeweils zum 30.6. jedes Jahres, erstmals zum 30.6.2018, und zum Ende der Laufzeit zum 31.12.2029; bei Kündigung nach Ablauf der Kündigungsfrist.
Frühzeichnerbonus	Anleger, die den vollständig ausgefüllten Zeichnungsschein bis zum 15.11.2017 an die UDI Beratungsgesellschaft mbH zurücksenden, haben zudem einen Anspruch auf einen Frühzeichnerbonus in Höhe von 3,0 % p. a. für die Zeit vom Eingang des gezeichneten Anlagebetrages auf dem Konto der Emittentin bis zum 15.12.2017. Die Auszahlung des Frühzeichnerbonus erfolgt zum 31.12.2017.
Geplante Laufzeit der Vermögensanlage	Die Laufzeit beginnt nach Eingang des Darlehensbetrages auf dem Konto der Emittentin. Damit hat diese Vermögensanlage für jeden Anleger eine individuelle Laufzeit. Die Laufzeit der Vermögensanlage endet für jeden Anleger spätestens zum 31.12.2029. Die konkrete Laufzeit des Darlehens hängt davon ab, ob und wenn ja, zu welchem Kündigungstermin der Anleger oder die Emittentin kündigt.

Schutzgemeinschaft
der Kapitalanleger
e.V.

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

An das
Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstr. 97
10117 Berlin

München, den 23.04.2021

Stellungnahme der SdK zum Referentenentwurf des Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes (AnlSchStG)

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. („die SdK“) ist eine Anlegerschutzorganisation mit ca. 8.000 Mitgliedern und nimmt jährlich für rund 190.000 Kapitalanleger die spezifischen Interessen über die gesamte Bandbreite der Finanzmarktprodukte und Kapitalanlagen mit den unterschiedlichsten Instrumenten von der Anlegerbildung über die Produktbeurteilung und die Erteilung kapitalmarktbezogener Informationen bis hin zur auch anlassbezogenen Interessenvertretungen in unterschiedlichen Formen (HV-Besuche, Mitgliedschaft in Gremien, Funktionsübernahmen, Spruchstellenverfahren, Anhörungen zu Gesetzesvorhaben etc.) wahr.

Vor diesem Hintergrund bedanken wir uns für die Einladung zur Anhörung am 26. April 2021 und der Möglichkeit, zu den wesentlichen Aspekten des Referentenentwurfes des Gesetzes zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes (AnlSchStG) wie folgt Stellung zu nehmen.

I. Verbot von Blindpool-Anlagen

Nach dem Referentenentwurf soll es künftig nicht mehr möglich sein, Gelder für Projekte einzuwerben, bei welchen die konkreten Anlageobjekte, die mit den Anlegergeldern finanziert werden sollen, zum Zeitpunkt der Prospekterstellung noch nicht feststehen.

Der Referentenentwurf sieht folgenden Wortlaut vor:
„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.“

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Daniel Bauer
Dipl.-Volkswirt

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX

Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

Aus dieser Regelung geht schon nicht hervor, wann ein Anlageobjekt überhaupt „konkret bestimmt“ sein soll. Dies lässt sich am Beispiel einer Vermögensanlage in Immobilien verdeutlichen. Es ist unklar, wie weit der Anlagegegenstand bestimmt sein muss. Denkbar ist hier unter anderem die reine Beschränkung auf Immobilieninvestments, die Angabe eines regionalen Marktes, einer Stadt bzw. letztlich eines konkreten Anlageobjekts. Eine Klarstellung im Gesetzestext ist hier unerlässlich.

In der Entwurfsbegründung wird angegeben, dass durch die Norm vorrangig eine wirtschaftliche Prüfung für den Anleger ermöglicht werden soll. Dem Anleger soll durch Konkretisierung auf ein bestimmtes Anlageobjekt die vollständige Bewertung der Vermögensanlage ermöglicht werden. Er soll dadurch abschätzen können, mit welcher Wahrscheinlichkeit die versprochene Rendite erzielt werden kann.

Verboten sind damit künftig nicht nur reine Blindpools, sondern auch alle in der Praxis relevanteren Semi-Blindpools, bei denen das konkrete Anlageobjekt noch nicht festgelegt ist. Damit verbleiben lediglich Single-Asset-Anlagen. Dieses Generalverbot ist aus unserer Sicht zu weitgehend.

Zum einen ist die reine Investition in Single-Asset-Objekte aus unserer Sicht aufgrund der nicht vorhandenen Diversifikation gerade für Kleinanleger gefährlich. Im Referentenentwurf werden Privatanleger deshalb auf Fonds verwiesen. Dabei übersieht der Referentenentwurf allerdings, dass für bestimmte Branchen kein breites Fondsangebot existiert und daher eine Investition in Semi-Blindpools sinnvoller erscheint, als eine Mehrfachinvestition in diverse Single-Asset-Objekte.

Zudem würden jegliche Investitionen im Bereich des Venture Capital Fonds wegfallen, da dort regelmäßig das Anlageobjekt erst nach Schließung des Fonds bestimmt wird. Venture-Capital-Fonds stellen oftmals für Privatanleger die einzige Möglichkeit dar, in aussichtsreiche Start-Ups zu investieren. Als Beimischung im breit aufgestellten Portfolio ist diese Anlageform aus unserer Sicht auch für Privatanleger teilweise geeignet und sollte daher nicht pauschal verboten werden.

Zu erwähnen ist noch, dass sich der Referentenentwurf als „lex P&R“ versteht, wobei insbesondere P&R gerade kein Blind-Pool-Problem war. Anleger, die Container von den einzelnen P&R Gesellschaften gekauft und rückvermietet haben, war das genaue Anlageobjekt bekannt. Vielmehr haben mangelhafte Prüfungen der Containerbestände sowie des Geschäftsmodells den jahrelangen Betrug erst ermöglicht.

II. Einführung einer Mittelverwendungskontrolle

Bei Direktinvestments in Sachgüter oder wenn die Anlegergelder von dem Emittenten einer entsprechenden Vermögensanlage an andere Gesellschaften, z.B. Zweckgesellschaften, weitergereicht werden, die dann erst konkrete Anlageobjekte

erwerben oder pachten, soll eine Mittelverwendungskontrolle durch unabhängige Dritte vorgeschrieben werden, um Missbräuche zu verhindern.

Konkret heißt es hierzu im Referentenentwurf:
„Der Mittelverwendungskontrolleur ist verpflichtet, ein Mittelverwendungskonto zu führen, auf das die eingeworbenen Anlegergelder eingezahlt werden. Diese sind erst dann freizugeben, sofern die im Vertrag über die Mittelverwendungskontrolle festgelegten Kriterien erfüllt sind. Die Kriterien der Mittelfreigabe sind einzelfallabhängig durch die Vertragsparteien festzulegen. Die anschließende Kontrolle, ob der Emittent die Anlegergelder entsprechend dem im Vertrag über die Mittelverwendungskontrolle definierten Umfang, etwa zum Erwerb einer bestimmten Baumplantage oder von bestimmten Containern, verwendet, ist spätestens sechs Monate nach Beginn des öffentlichen Angebots und fortlaufend mindestens alle sechs Monate bis zur ordnungsgemäßen Verwendung aller Anlegergelder durchzuführen. Der Mittelverwendungskontrolleur prüft hierbei, ob der Emittent die Anlegergelder zweckgebunden und planmäßig investiert. Er beendet seine Prüfung mit einem abschließenden Bericht nebst Bestätigungsvermerk oder einem Vermerk über die Versagung der Bestätigung, ob die Mittelverwendung ordnungsgemäß erfolgte oder nicht. Falls sich das Ergebnis der Mittelverwendungskontrolle auf die Nachtrags- bzw. Veröffentlichungspflichten nach §§ 11, 11a VermAnlG auswirkt, hat der Anbieter bzw. Emittent einen Nachtrag bzw. eine sog. Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.“

Die Regelungen umfassen demnach eine relativ weitreichende Prüfung, deren Ergebnisse im Bundesanzeiger abrufbar sein sollen. Betroffen hiervon sind neben Direktinvestments bzw. Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG auch partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen (Nr. 3–7), sofern diese „mehrstöckig“ investieren, d.h. der Emittent erwirbt die Sachgüter oder Rechte an einem Sachgut nicht unmittelbar selbst oder pachtet das Sachgut unmittelbar, sondern gibt die Anlegergelder an andere Gesellschaften weiter, die dann erst die konkreten Sachgüter oder Rechte daran erwerben bzw. diese pachten. Die zwingende Bestellung eines unabhängigen Mittelverwendungskontrolleurs soll die zweckgebundene Verwendung der Anlegergelder sicherstellen und eine höhere Transparenz für den Anleger schaffen.

Abermals ist der Wortlaut der Norm zu ungenau. Während im künftigen § 5c des VermAnlG lediglich die Bestellung eines „unabhängigen“ Mittelverwendungskontrolleurs gefordert wird und damit letztlich jeder beliebige Dritte ohne Sachkenntnis bestellt werden könnte, soll nach der Gesetzesbegründung ein „geeigneter, unabhängiger Dritte (zum Beispiel Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer)“ beauftragt werden. Eine entsprechende Klarstellung im Gesetzestext oder aber direkt eine Verpflichtung zur Bestellung eines unabhängigen Rechtsanwalts oder Wirtschaftsprüfers erscheint sachgerechter.

Daneben ist es erforderlich, dass der Mittelverwendungskontrolleur auch über eine ausreichende Haftungsausstattung bei Fehlverhalten verfügt. Eine fortlaufende Kontrolle auch über den im Gesetzestext normierten Zeitraum (vollständige Investition der Gelder) hinaus lehnen wir jedoch ab. Der Mittelverwendungskontrolleur soll nicht zusätzlich die Aufgaben staatlicher Kontrollinstanzen wahrnehmen. Ansonsten ist zu befürchten, dass sich Behörden von Ihrem Kontrollauftrag weiter zurückziehen und eigenes Fehlverhalten mit dem Verlassen auf den Mittelverwendungskontrolleur kaschieren könnten.

Daneben setzt der sinnvolle Einsatz eines Mittelverwendungskontrolleurs ein belastbares Mittelverwendungskontrollkonzept voraus. Hierzu muss der Gesetzgeber zumindest grundlegende Anforderungen an das Mittelverwendungskontrollkonzept definieren, wenn auch in Form einer Negativliste. Ansonsten kann sich die Mittelverwendungskontrolle lediglich in der formalen Prüfung, ob alle selbst von der Gesellschaft ausgestellten Nachweise vorliegen, erschöpfen und wäre somit letztlich wirkungslos.

III. Fazit

Die SdK befürwortet es grundsätzlich, dass im Bereich der Vermögensanlagen nachgeschärft wird und insbesondere der „Graue Kapitalmarkt“ strenger reguliert wird. Dies darf aber nicht dazu führen, dass Investitionen in Venture Capital Fonds oder Vermögensanlagen, die breiter aufgestellt sind und damit ein geringeres Klumpenrisiko beinhalten, für Privatanleger nicht mehr möglich sind. Wir halten das Vorgehen des Gesetzgebers daher für fragwürdig, da der Eingriff nur wenige Probleme löst, dafür aber wahrscheinlich neue schaffen wird.

Die Vorschläge zur Mittelverwendungskontrolle begrüßen wir. Damit diese Maßnahme auch effizient ist, ist es erforderlich, dass die Kontrolle nicht durch einen beliebigen Dritten, sondern durch einen sachkundigen und unabhängigen Rechtsanwalt oder Wirtschaftsprüfer erfolgt. Dieser muss zudem mit dem entsprechenden Haftungskapital ausgestattet sein. Dies stärkt das Vertrauen in den Finanzmarkt.

Daneben darf das primäre Ziel der Anlegerbildung nicht durch strengere Regulierungen vernachlässigt werden. Nur durch eine fortlaufende und vertiefte Finanzbildung der Anleger können diese in die Lage versetzt werden, die relevanten Risiken und Chancen zu erfassen und eigenständig Anlageentscheidungen zu treffen. Bildung ist daher der effektivste Schutz vor unseriösen Anbietern. Statt pauschal Produkte für Privatanleger zu verbieten, hielten wir es daher für sinnvoller, den Zugang zu Produkten nur Anlegern zu ermöglichen, die den Nachweis erbracht haben, Chancen und Risiken der Produkte einschätzen zu können. Wir verbieten ja

auch nicht Autos, Alkohol und Waffen, sondern beschränken den Zugang entsprechend.

Wir bedanken uns erneut für die Möglichkeit, zu dem Referentenentwurf Stellung nehmen zu dürfen und stehen gerne für Rückfragen sowie ein persönliches Gespräch zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Daniel Bauer
Vorstandsvorsitzender
SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.