

# inPuncto.

Kapitalmarkt. Vertrieb. Recht.



## TOP-Thema

### Aktuelle Entwicklungen bei Darlehen und Sachinvestments

- » Problematik Einlagengeschäft
- » Prospektpflicht
- » Besicherungsmöglichkeiten

Seite 4-7

### FinanzmarktnovellierungsG/ Umsetzung MiFID II

- Aufgabenbefugnisse der BaFin
- Wohlverhaltensregeln
- Zielmarkt

Seite 8-13

### Neues BaFin- Rundschreiben

zur Bestellung  
externer Bewerter

Seite 3

Das informative Mandantenmagazin von



**GK-law.de**  
Gündel & Katzorke Rechtsanwälte GmbH

# Liebe Leserinnen und Leser,

2

Herzlich Willkommen



gesetzgeberische Vorstöße behalten die Branche auch weiterhin in Atem – egal, ob es aktuelle Entwicklungen im Bereich Vermögensanlagen, Wertpapiere oder geschlossene Investmentfonds betrifft. Die Folge sind Nachbesserungen des Gesetzgebers sowie Konkretisierungen in Verwaltungspraxis und Rechtsprechung.

Im Fokus der **Ausgabe 02/2015** unserer Mandantenzeitschrift **inPuncto** stehen die Vermögensanlagen – so beleuchten wir im **TOP-Thema** „alles, was derzeit Recht ist“ bei **Darlehen und Sachwertinvestments**.

Weiteres umfangreiches Thema in der Rubrik Wertpapiere: Das **Finanzmarktnovellierungsgesetz**. Wir geben Überblick über die Umsetzungen der MiFID II-Regelungen

- angefangen bei den Eingriffsbefugnissen der BaFin über neugefasste Wohlverhaltensregeln für Finanzdienstleister bis hin zu Zielmarkt Vorgaben und Produktinformationsblättern.

Last but not least fassen wir im Bereich geschlossene Investmentfonds die wesentlichen Inhalte des BaFin-Rundschreibens **"Anforderungen bei der Bestellung externer Bewerter für Immobilien und Immobiliengesellschaften"** zusammen, die auch für andere Vermögensgegenstände Anwendung finden.

Wir wünschen Ihnen eine informative Lektüre.

Ihre **Christina Gündel**  
Rechtsanwältin und PR-Referentin  
GK-law.de

## inPuncto

### Themenübersicht

#### **Geschlossene Investmentfonds**

##### **Aktuelles BaFin-Rundschreiben**

zur Bestellung von externen Bewertern

#### **Vermögensanlagen**

##### TOP-Thema: **Aktuelle Entwicklungen bei Darlehen und Sachinvestments**

- Problematik Einlagengeschäft
- Prospektpflicht
- Besicherungsmöglichkeiten bei Darlehen
- Ergänzende Verordnungen zum VermAnlG
- Gebührenerhöhung

#### **Wertpapiere**

##### **FinanzmarktnovellierungsG / MiFID II**

- Aufgabenbefugnisse der BaFin
- Wohlverhaltensregeln
- Zielmarkt

#### **Publikationen**

Seite

3

4-7

8-13

14-15

# BaFin-Rundschreiben konkretisiert Anforderungen für externe Bewerter

**Kapitalverwaltungsgesellschaften können die Vermögensgegenstände im Investmentvermögen entweder durch eine eigene gesonderte Bewertungseinheit oder durch einen externen Bewerter bewerten lassen. Im Folgenden die Voraussetzungen der Bestellung externer Bewerter im Überblick:**

**Berufsmäßige Registrierung:** Der externe Bewerter muss einer gesetzlich anerkannten berufsmäßigen Registrierung, berufsregelnden Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder einer berufsständischen Regulierung unterliegen – so z.B. öffentlich bestellte Sachverständige nach § 36 GewO oder Abschlussprüfer im Sinne des § 250 Absatz 1 Nummer 2 KAGB. Eingereicht werden muss ein Nachweis über die öffentliche Bestellung, ggf. die Mitgliedschaft in einem privatrechtlich organisierten Berufsverband, die Zertifizierung als Sachverständiger oder die Bestellung als Wirtschaftsprüfer.

**Nachweis der beruflichen Garantien:** Belegt werden muss, dass ausreichend Personal und technische Ressourcen zur Verfügung stehen. So ist die für Objektbesichtigung und Gutachtenerstellung verantwortliche Person zu benennen. Außerdem ist zu bestätigen, dass die technisch-organisatorische Ausstattung zur Wahrnehmung der Aufgabe als externer Bewerter vorhanden ist. Verwendete EDV-Hardware und Software sowie sämtliche EDV-Prozesse müssen Integrität, Verfügbarkeit, Authentizität und Vertraulichkeit der Daten – Notfallvorkehrungen bei Systemausfall eine ordnungsgemäße Fortführung der Bewertungsaufgaben gewährleisten.

**Bewertungsverfahren:** Sämtliche internen Abläufe im Bewertungsverfahren müssen i.R.e. kurzen Prozessbeschreibung dargestellt werden. Um eine unabhängige Wahrnehmung der Bewertungsaufgabe sicherzustellen und Interessenkonflikte oder sachfremde Beeinflussungen zu vermeiden, sind Angaben zu machen über Mitgliedschaften enge Beziehungen beruflicher, persönlicher oder verwandtschaftlicher Art zu KVG, Geschäftsleitern oder Mitarbeitern der KVG oder Mitarbeitern von mit der KVG verbundenen Unternehmen oder Verwahrestellen.

**Fachliche Eignung und Zuverlässigkeit:** Vorzulegen sind grundsätzlich ein lückenloser, unterzeichneter Lebenslauf des externen Bewerter, der die Stationen fachlicher Vorbildung sowie theoretische und praktische Kenntnisse und die Namen aller Unternehmen, bei denen

der externe Bewerter tätig ist und war enthält. Außerdem vorzulegen: Führungszeugnis, Auszug aus dem Gewerbezentralregister oder vergleichbarem Register sowie eine Erklärung zu etwaigen Strafverfahren.

Eine **Zusammenstellung der Verkehrswertgutachten** der letzten fünf Kalenderjahre muss offen legen, wie viele Gutachten pro Jahr, in welcher Größenordnung, Nutzungsart und Belegenheit mit welchen Auftraggebern (z.B. Bank, Versicherung, Gericht, Unternehmen, Privatperson) und zu welchem Zweck erstellt wurden. Ausnahmen bestehen lediglich für Abschlussprüfer nach § 250 Absatz 1 Nummer 2 KAGB.

**Entsprechende Anwendung der KAGB-Auslagerungsregeln:** Angegeben werden muss ein objektiver Grund, der die Bestellung eines externen Bewerter rechtfertigt. Vermutet wird dies, wenn gesetzlich nur die externe Bewertung vorgesehen ist. Darzulegen sind Maßnahmen zur Überwachung des externen Bewerter durch die AIF-KVG sowie vertragliche Kündigungsrechte. Die Unabhängigkeit des Bewerter wie auch eine wirksame Beaufsichtigung der AIF-KVG durch die BaFin dürfen nicht beeinträchtigt werden. D.h. die AIF-KVG muss den externen Bewerter vertraglich verpflichten im Rahmen der Wahrnehmung seiner Aufgaben mit der BaFin und dem Abschlussprüfer der AIF-KVG und des Investmentvermögens zusammenzuarbeiten und sowohl der BaFin als auch dem Abschlussprüfer Zugang zu den mit der externen Bewertung zusammenhängenden Daten zu gewähren.

**Juristische Personen oder Personenhandelsgesellschaften:** Die Nachweispflichten gelten auch hier. Personengebundene Nachweise, wie Fachwissen in Bezug auf die Anlagestrategie des AIF und zu bewertende Vermögenswerte oder berufliche Erfahrung sind an die konkret handelnde Person anzuknüpfen. Jeder Wechsel ist gegenüber der BaFin anzuzeigen.

**Vereinfachungen bei bereits angezeigten externen Bewertern:** Hier müssen nur Angaben zu Verflechtungen mit der jeweiligen KVG und der mit ihr verbundenen Unternehmen sowie dem Investmentvermögen (s.o.) erneut eingereicht werden. Liegt die letzte Anzeige länger als ein Jahr zurück, sind auch die Nachweise zur fachlichen Eignung und Zuverlässigkeit nochmals nachzureichen.

**Beendigung einer Tätigkeit als externer Bewerter:** Jede Beendigung ist der BaFin unverzüglich schriftlich anzuzeigen.

# Aktuelle Entwicklungen bei Darlehen und Sachwertinvestments

## » Gesetzgebung

**Aufnahme von sog. „sonstigen Anlagen“  
in den Gesetzeskatalog der Vermögensanlagen  
(§ 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG)  
i.R.d. Kleinanlegerschutzgesetzes**

Mit Inkrafttreten des KleinAnlSchG im Juli 2015 wurden sog. „sonstige Anlagen“, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen Vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln, in den Katalog der Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG n.F. aufgenommen (vgl. § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F.). Einschränkung Voraussetzung für die Einstufung der Vermögensanlage ist jedoch, dass die Annahme der (Darlehens-) Gelder nicht als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 des Kreditwesengesetzes (KWG) zu qualifizieren ist.

### Kein Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG

Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG ist die Annahme fremder Gelder als Einlagen (1. Alternative) oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums (2. Alternative), sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- – oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird. Auf eine Verzinsung der Gelder kommt es nicht an.

### Annahme unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums

Unbedingt rückzahlbare Gelder sind solche Gelder, die eine Person mit dem Versprechen annimmt, zu einem späteren Zeitpunkt Gelder in gleicher Höhe zurückzuzahlen. Typischerweise wird bei einem Darlehen der Rückzahlungsanspruch von den Vertragsparteien bereits bei Annahme der Gelder vereinbart und steht nicht unter einer wie auch immer gearteten Bedingung. Im Rahmen von entsprechenden Anlagemodellen sind darlehensgebende Anleger Dritte im Verhältnis zum Darlehensnehmer und damit „Publikum“ i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 2. Alt.

## » Verwaltungspraxis

**BaFin stuft Rückkaufkonstruktionen  
als Einlagengeschäft ein**

Nach aktueller Verwaltungspraxis der BaFin können vom Tatbestand des Einlagengeschäfts ebenfalls Geschäftsmodelle erfasst werden, bei denen neben dem Kauf und der anschließenden Vermietung, der Rückkauf der Sachwerte zu einem festvereinbarten Preis bei Vertragsabschluss feststehen.

Tatbestandsmäßig im Sinne des Einlagengeschäfts werden solche Fallkonstellationen erst durch das Hinzutreten des unbedingten Rückzahlungsanspruchs beim Rückerwerb. Auch hier erwächst aus Sicht der BaFin aus der Überlassung fremder Gelder ein Forderungsrecht. Denn die angekauften Gelder sollen nach Vereinbarung der Parteien nicht endgültig bei dem annehmenden Unternehmen verbleiben. Vielmehr besteht nach Maßgabe der hierüber getroffenen Vereinbarungen eine Verpflichtung des Nehmers, das Geld zurückzuzahlen.

Ungeachtet dessen, dass der „Käufer“ zwischenzeitlich möglicherweise Eigentum erwirbt, wird ihm unabhängig von der Bonität des Verkäufers die Rückzahlung der von ihm als „Kaufpreis“ gezahlten Gelder versprochen. Genau dieses Versprechen, auf das der Anleger vertraut, löst nach Angaben der BaFin die Erlaubnispflicht aus. Ob diese Rechtsansicht gerichtsfest ist, wird derzeit in aktuell laufenden Verfahren geklärt.



## Exkurs

### Referentenentwurf für Finanzmarktnovellierungsgesetz

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) hat am 16. Oktober 2015 den Referentenentwurf des sog. Finanzmarktnovellierungsgesetzes (Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte) vorgelegt. Im Rahmen der Novellierung soll **§ 1 Absatz 2 Nummer 7 VermAnlG noch einmal neu gefasst werden**.

Unter die Nr. 7 fallen dann „sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten Barausgleich gewähren oder in Aussicht stellen“. In der Entwurfsbegründung heißt es, durch die Änderung werde sichergestellt, dass auch Direktinvestments in Sachgüter (z.B. Beteiligungen an dem Erwerb einzelner Container), bei welchen der Rückwerb der Anlage vom Willen des Anbieters oder eines Dritten abhängt, vom Tatbestand der Vermögensanlage erfasst werden. Damit wird also das Kleinanlegerschutzgesetz, das Container-Direktinvestments - offenbar ungewollt - nur erfasst, soweit sie eine feste Rückkaufverpflichtung vorsehen, nachgebessert.

**Reichweite:** Geschäftsmodelle, bei denen Kunden eine Direktinvestition in Sachwerte mit Rückkaufoptionen über einen Kauf-, Miet- und Rückkaufvertrag (Sale-and-Lease-Back) angeboten werden, sind in Deutschland seit vielen Jahren weit verbreitet und anerkannt. Zwischenzeitlich hat die Branche der Sachwertinvestments ein enormes Investitionsvolumen von mehr als 8 Milliarden Euro erreicht.

**Folgepflichten:** Auch für Direktinvestments in Sachgüter muss künftig ein **Prospekt** erstellt und von der BaFin genehmigt werden. Darüber hinaus müssen Anbieter die entsprechenden **Dokumentationspflichten** erfüllen und für den freien Vertrieb ist eine **Erlaubnis nach § 34f Abs.1 Nr. 3 GewO** erforderlich. Das Gesetz soll Anfang 2017 in Kraft treten.

Grundsätzlich gilt jedoch - sowohl nach derzeitiger Gesetzeslage wie auch im Falle des Inkrafttretens des Finanzmarktnovellierungsgesetzes: Nicht zulässig besicherte Darlehen fallen unter das verbotene Einlagengeschäft.

## » BaFin Verwaltungspraxis

### Tatbestandsausschließende Ausnahmen

Die **BaFin** erkennt in ständiger Verwaltungspraxis bestimmte Sicherheiten an, die unter Berücksichtigung des normativen Zwecks den Tatbestand des Einlagengeschäfts ausschließen können. Hierzu führt sie in Ihrem **Merkblatt „Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts“** Folgendes aus:

Unter der Voraussetzung, dass die **Sicherheiten so bestellt werden, dass sich der Anleger im Sicherungsfall aus diesen Sicherheiten unmittelbar, d.h. ohne die rechtsgeschäftliche Mitwirkung Dritter, befriedigen kann**, kommen insoweit grundsätzlich die Bürgschaft, die Garantie oder ein gleichwertiges Einstandsversprechen eines im Inland zum Geschäftsbetrieb zugelassenen (§ 32 Abs. 1 KWG, auch in Verbindung mit § 53 KWG, oder § 53b KWG) Kreditinstituts oder die Versicherung eines im Inland zum Geschäftsbetrieb befugten Versicherungsunternehmens wie auch Grundpfandsicherheiten, die an im Inland belegenen Immobilien bestellt werden, in Betracht.

### » Gesetzgebung

Der **Gesetzgeber** hat diese Praxis in der Regierungsbegründung zum Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz bereits 2005 grundsätzlich bestätigt.

### » Rechtsprechung

Im August dieses Jahres wurden die Voraussetzungen, unter denen eine Besicherung von Darlehen tatbestandsausschließend sein kann, durch das Verwaltungsgericht Frankfurt am Main in einem Beschluss konkretisiert (vgl. Beschl. v. 26. August 2015, AZ.: 7 L 2174/ 15. F).

Gegenstand des Verfahrens war der Widerspruch gegen eine Abwicklungsanordnung der BaFin wegen unerlaubten Betriebes des Einlagengeschäfts. Das VG gab dem Widerspruch teilweise statt, und zwar soweit sich die BaFin-Verfügung auf Darlehensverträge bezog, zu deren Sicherung Teilgrundschuldbriefe ausgestellt worden waren, die durch einen Notar verwahrt werden bzw. der Notar beauftragt worden war, dies zu tun.



## Voraussetzungen der tatbestandsausschließenden Ausnahme:

### ■ Lückenlose Sicherung und Verwertung ohne rechtsgeschäftliche Mitwirkung Dritter

In den Beschluss-Gründen führte das Verwaltungsgericht aus, Darlehensverträge sollten nur dann der Bankenaufsicht unterliegen, wenn die Funktionsfähigkeit des Geld- und Kreditkreislaufs und/oder der Anlegerschutz dies erforderten. Dies sei nicht der Fall, wenn das Darlehen lückenlos ab seiner Begebung bis zum Empfang der Rückzahlung durch Grundschulden gesichert sei und der Gläubiger die Grundschuld im Sicherungsfall ohne rechtsgeschäftliche Mitwirkung Dritter verwerten und sich daraus befriedigen könne.

### ■ Teilgrundgrundschuldbrief und Verwahrung durch neutralen Treuhänder

Die Möglichkeit der unmittelbaren Befriedigung sei allerdings nicht gegeben, wenn derjenige, der ein Teilgrundpfandrecht an den Darlehensgeber abtrete, selbst den Brief verwahre. Sie sei auch nicht gegeben, wenn der Grundschuldbrief zwar bei einem Dritten verwahrt werde, dieser aber gegenüber dem Abtretenden nicht unabhängig sei.

Um die unmittelbare Befriedigung der Gläubiger im Sicherungsfall sicherzustellen, sei vielmehr erforderlich, dass der Besitzmittler eine unabhängige und unparteiische Stellung innehave, wie es z.B. bei einem Notar der Fall sei.

### ■ Mitwirkung an Mitübertragung/ Verzicht auf Widerspruchsrecht, § 1160 BGB

Geschehe die Sicherung dadurch, dass keine Teilgrundschuldbriefe ausgestellt werden, sondern nur der Mitbesitz am Stammbrief eingeräumt werde, so sei zusätzlich erforderlich, dass auf das Widerspruchsrecht des jeweiligen Grundstückseigentümers aus § 1160 BGB verzichtet und der Verzicht im Grundbuch eingetragen werde.

Darlehen, die in der beschriebenen Weise ausreichend besichert sind, stellen keine Einlagengeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG dar und unterliegen daher nicht dem Erlaubnisvorbehalt des § 32 KWG. Ihre Abwicklung kann daher nicht nach § 37 KWG verlangt werden.



## Ergänzende Verordnungen zum VermAnlG und Gebührenerhöhung treten in Kraft

Nach dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes Anfang Juli 2015 sind Ende August 2015 zwei Verordnungen in Kraft getreten, die die Neuregelungen des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) betreffend die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten sowie die Bestätigung des Erhalts des Vermögensanlagen-Informationsblattes konkretisieren.

### Die Vermögensanlagen-Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichtenverordnung

(VermVerMiV) vom 20. August 2015 regelt Einzelheiten der Veröffentlichung von nachteiligen Tatsachen, die nach Beendigung des Angebotes der Vermögensanlage eintreten und den Nachweis der Veröffentlichung solcher Tatsachen gegenüber der BaFin.

Durch die **Vermögensanlagen-Informationsblatt-Bestätigungsverordnung (VIBBestV)** vom 20. August 2015 werden die Anforderungen näher bestimmt, die an die Bestätigung der Kenntnisnahme des VIB bei Nutzung von Fernkommunikationsmitteln zu stellen sind, um eine eigenhändige Unterzeichnung durch den Anleger in gleichwertiger Art und Weise zu ersetzen.

Des weiteren wurde das **Gebührenrecht im Vermögensanlagen-Bereich** (VermVerkProspGebV) novelliert. Für die Billigung und Aufbewahrung von Verkaufsprospekten wurde die bisherige Gebühr aufgehoben und ein Gebührenrahmen von Euro 1.500,- bis Euro 15.000,- (vorher: Euro 6.500,-) geschaffen. Für die Billigung von Nachträgen beträgt die Gebühr nunmehr Euro 1.185,- (vorher: Euro 84,-).

### Auslegungsschreiben zum Crowdfunding

In dem Auslegungsschreiben vom 09. Oktober 2015 zur öffentlichen Vermittlung von Darlehen über Internet-Dienstleistungsplattformen befasst sich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit den beiden in Deutschland anzutreffenden Crowdfunding-Geschäftsmodellen. Schwerpunktmäßig werden dabei die prospektrechtlichen Anforderungen und etwaige Erlaubnispflichten der Plattformbetreiber nach dem Kreditwesengesetz (KWG) und dem Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG) erläutert.

Das bisherige Merkblatt zur Erlaubnispflicht der Betreiber und Nutzer einer internetbasierten Kreditvermittlungsplattform gilt auch weiterhin.

Die Vermögensanlagen-Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichtenverordnung

Auslegungsschreiben zum Crowdfunding

Gebührenrecht im Vermögensanlagen-Bereich

Vermögensanlagen-Informationsblatt-Bestätigungsverordnung (VIBBestV)



# Finanzmarktnovellierungsgesetz – MiFID II-Umsetzung

8

Wertpapiere

Durch das Finanzmarktnovellierungsgesetz – kurz **FimanoG** - soll bis zum **03. Januar 2017** unter anderem die im Zuge der Finanzkrise vom europäischen Gesetzgeber überarbeitete **Finanzmarktrichtlinie (MiFID II)** nebst der dazugehörigen **Verordnung (MiFIR)** umgesetzt werden. In diesem Zusammenhang sind vorrangig **Anpassungen im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Kreditwesengesetz (KWG)** vorgesehen. Hinzu kommen **zahlreiche Folgeänderungen in anderen Vorschriften**.

## Wesentliche Regelungen im Überblick

### Betroffene Unternehmen – Zweitmarkt und Emittentenprivileg

Trotz Änderungs- Bestrebungen von Politik und Marktteilnehmern, wie bspw. der deutschen Kreditwirtschaft, wird nach wie vor zwischen Finanzanlagenvermittlern einerseits und Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten andererseits unterschieden. Wie bisher müssen Finanzanlagenvermittler nicht die aufsichtsrechtlichen Anforderungen des WpHG erfüllen; allerdings gilt dies nicht für die Vermittlung von Zweitmarktanteilen. Denn sowohl in § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG n.F. wie auch in § 3 Abs. 1 Nr. 7 WpHG n.F. wird die **Bereichsausnahme für Zweitmarktvermittler gestrichen**. Vermittler von Zweitmarktanteilen gelten künftig als Finanzdienstleistungsinstitute, die die Bestimmungen des KWG und WpHG in Gänze zu beachten haben.

Unternehmen, die bisher erlaubnisfreie Eigengeschäfte in Finanzinstrumente betreiben und zur Refinanzierung ihrer Geschäftstätigkeit erlaubnisfrei eigene Emissionen ohne Anlageberatung vertreiben (sog. **Emittentenprivileg**) sollen künftig erlaubnispflichtige Finanz- und Wertpapierdienstleistungen erbringen.



### Aufgaben und Befugnisse der BaFin

Bei Verstößen gegen bestimmte Vorschriften des WpHG soll die BaFin für einen Zeitraum von **bis zu zwei Jahren** die Einstellung der den Verstoß begründenden Handlungen oder Verhaltensweisen zur Verhinderung weiterer Verstöße verlangen können – und zwar **schon bei leichter Fahrlässigkeit**. Dies stößt angesichts der umfangreichen neuen Verhaltenspflichten und der Langfristigkeit der Sanktionen - ohne europarechtliches Erfordernis - bereits jetzt auf heftige Kritik der Marktteilnehmer.

Die im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes in § 4b WpHG a.F. eingeführte Befugnis der BaFin zur **Produktintervention** (§ 4b WpHG a.F./§ 8 WpHG n.F.) soll **auf Vermögensanlagen beschränkt** werden.

Insoweit bleibt jedoch abzuwarten, ob diese Regelung in der endgültigen Fassung des WpHG verbleibt. Denn gesetzessystematisch wäre es besser, statt eines Verweises im VermAnlG auf das WpHG, diese Regelung direkt in § 18 Abs. 2 VermAnlG zu integrieren.



## Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleister

Die bisherigen allgemeinen Verhaltensregeln für Finanzdienstleister werden im Zuge der Umsetzung der MiFID II-Vorgaben in vielen Bereichen in Gänze neu gefasst. Die bisher in § 31 WpHG a.F. niedergelegten allgemeinen Verhaltenspflichten sind künftig in § 57 WpHG n.F. verankert, der insgesamt 21 Absätze umfasst.

In den ersten Absätzen sind **Wohlverhaltenspflichten** für alle Arten von Wertpapierdienstleistungen und Vorgaben zum **Zielmarkt** von Finanzinstrumenten sowie Regelungen zu **Mitarbeitervergütungen**, **Sachkundeanforderungen**, **Werbung** und **Informationspflichten** enthalten.

### » WOHLVERHALTENSREGELN «

Künftig haben alle Wertpapierdienstleister sicherzustellen, dass

- ☉ die Dienstleistungen im bestmöglichen Interesse der Kunden erbracht werden und
- ☉ Kunden im Vorfeld die Art und Herkunft von Interessenkonflikten sowie die zur Vermeidung und Begrenzung der Risiken der Beeinträchtigung des Kundeninteresses unternommenen Schritte eindeutig dargelegt werden.

Diese gesetzgeberischen Pläne gehen über die europarechtlichen Vorgaben hinaus. Dort sind Schritte zur Vermeidung von Risiken nicht offenzulegen.

Auch im Rahmen der geltenden Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleister ist die Offenlegung von Interessenkonflikten nur als Ultima Ratio dann erforderlich, wenn diese entweder nicht vermieden oder nicht geregelt werden können.

### » ZIELMARKT «

Die mit dem Kleinanlegerschutzgesetz erstmals eingeführten Regelungen zur Zielmarktbestimmung werden um **Vorgaben zur Konzeption von Finanzinstrumenten** ergänzt. Künftig sind Finanzinstrumente (z.B. Wertpapiere und Vermögensanlagen) so auszugestalten, dass

- ☉ sie den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarktes entsprechen und
- ☉ die Strategie für den Vertrieb der Produkte mit diesem Zielmarkt vereinbar ist.

Es müssen alle zumutbaren Schritte unternommen werden, um zu gewährleisten, dass das Produkt an dem Zielmarkt vertrieben wird. Im Gegensatz zum EU-Recht macht der deutsche Gesetzgeber Vorgaben zur **Konkretisierung des Zielmarktes**. Zu berücksichtigen sind danach folgende Merkmale:

- ☉ Anlagehorizont des Endkunden sowie
- ☉ dessen Fähigkeit, Verluste, die sich aus der Anlage ergeben können, zu tragen.

Für grenzüberschreitende Produktangebote resultiert hieraus eine erhebliche Rechtsunsicherheit dahingehend, ob die Zielmarkt Vorgaben beachtet worden sind. Auf jeden Fall besteht der Zielmarkt immer aus einer Gruppe von Endkunden eines Produkts innerhalb einer bestimmten Kundengattung.

Da **keine Vorgaben zum zeitlichen Ablauf der Produktkonzeption** bestehen, ist es zulässig erst das Produkt zu konzipieren und danach festzulegen, für welchen Zielmarkt das Produkt bestimmt sein soll. Ebenso wenig ist eindeutig geregelt, **wer den Zielmarkt festlegt**, wenn der Konzeptionär kein Wertpapierdienstleister ist und nicht dem WpHG untersteht – wie bspw. Industrieunternehmen, die Anleihen oder Aktien emittieren. In diesem Fall ist der Zielmarkt von dem mit dem Vertrieb beauftragten Wertpapierdienstleister ebenso zu bestimmen, wie von ihm die Einhaltung des Zielmarktes während der Vertriebsphase zu gewährleisten ist.



## » INFORMATIONSPLICHTEN UND KOSTENTRANSPARENZ «

In Bezug auf die **Werbung** werden keine neuen Anforderungen aufgestellt. Es bleibt beim Gebot der Redlichkeit und dem Verbot der Irreführung. Ebenso können die Informationen zu den angebotenen Produkten, den Ausführungsgrundsätzen sowie den Kosten und Nebenkosten wie bisher in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden.

Umfangreiche Regeln gibt es nun zu zwingendem(r) **Inhalt und Regelmäßigkeit** der standardisiert zur Verfügung zu stellenden Informationen:

### 1. Produkte und vorgeschlagene Anlagestrategie unter Berücksichtigung des Zielmarktes:

- angemessene Informationen über die Anlage in den **Produkten** oder zu den einzelnen **Anlagestrategien**,
- **Warnhinweise** zu den Risiken, die mit den Produkten oder den einzelnen Anlagestrategien verbunden sind und
- ob das Produkt für **Privatkunden oder professionelle Kunden** bestimmt ist;

### 2. Kosten und Nebenkosten:

- Informationen in Bezug auf **Dienstleistungen** einschließlich der **Beratungskosten**,
- **Kosten der Produkte**, die dem Kunden empfohlen oder ihm gegenüber vermarktet werden sowie
- **Zahlungsmöglichkeiten** des Kunden einschließlich etwaiger Leistungen durch Dritte.
- **Zusammenfassung** der **Kosten** und **Nebenkosten** im Zusammenhang mit der Dienstleistung und dem Produkt, die nicht durch ein zugrundeliegendes Marktrisiko verursacht werden, um zu gewährleisten, dass der Kunde sowohl die Gesamtkosten als auch die kumulative Wirkung der Kosten auf die Rendite der Anlage verstehen kann.



Auf Verlangen ist dem Kunden eine **Aufstellung**, die **nach den einzelnen Kostenposten aufgegliedert** ist, zur Verfügung stellen. Diese Informationen sollen Kunden auf Nachfrage, mindestens jedoch jährlich während der Laufzeit der Anlage zur Verfügung gestellt werden.

Ob mit der - europarechtlich nicht erforderlichen - Bereitstellung anfragebezogener Informationen ein zusätzlicher Nutzen für die Kunden verbunden ist, ist nicht erkennbar. Denn sie werden bereits vor der Dienstleistung über die damit verbundenen Kosten informiert und erhalten im Nachgang mindestens einmal jährlich eine Aufstellung über die insgesamt angefallenen Kosten.



## Besonderheiten für Anlageberater

Anlageberater haben neben den allgemeinen Informationspflichten darüber zu informieren,

- ob die Beratung als „unabhängige Beratung“ – sog. **Honoraranlageberatung** erbracht wird – oder nicht und
- ob sich die Beratung auf eine umfangreiche oder auf eine beschränkte Analyse verschiedener Arten von Produkten bezieht sowie
- ob eine Beschränkung auf Produkte bestimmter Anbieter stattfindet.

## Besonderheiten Kopplungsgeschäfte/Gesamtpakte

Werden mehrere Produkte oder Dienstleistungen in einem „Gesamtpaket“ angeboten, ist darüber zu informieren, ob die einzelnen Bestandteile des Paketes auch getrennt bezogen werden können und die Kosten und Gebühren sind für jeden Bestandteil getrennt auszuweisen. Auch sind Risiken, die durch die Verknüpfung entstehen und deren Wechselwirkungen darzustellen.

Von den neuen Regelungen werden drei verschiedene Arten von Querverkäufen erfasst: **Produktbündelung, Produktpakete und Produktkopplung**.

## Geeignetheitserklärung – das neue Beratungsprotokoll

Mit § 57 Abs. 2 WpHG n.F. wird „das Beratungsprotokoll“ als Begriff abgeschafft und durch die **europaweit harmonisierte „Geeignetheitserklärung“** ersetzt.

Ob damit jedoch die teilweise von den Marktteilnehmern erwartete Vereinfachung der Beratungsdokumentation verbunden ist, bleibt abzuwarten. Zum einen ist nach wie vor die auf Präferenzen, Anlageziele und sonstige Merkmale des Kunden abgestimmte Produktempfehlung zu dokumentieren.

Zum anderen stellt die **BaFin** mit BT 6.2 der **Mindestanforderungen an Compliance (MaComp)** in der Fassung vom 16. April 2015 detaillierte weitergehende Anforderungen an den Inhalt von „Beratungsprotokollen“ auf.

## Berichtspflichten

Nach dem Erbringen der Dienstleistung ist dem Kunden darüber zu berichten, welche Dienstleistungen erbracht wurden und wo der Wertpapierdienstleister den Auftrag ausgeführt hat.

Beim Erbringen der **Finanzportfolioverwaltung** oder bei **regelmäßigen Geeignetheitsprüfungen** durch Anlageberater müssen die Kunden regelmäßig darüber informiert werden, wie die (empfohlenen) Produkte den Präferenzen, den Anlagezielen und den sonstigen Merkmalen des Kunden entsprechen.



## Zuwendungen

Wie bereits jetzt, dürfen auch künftig Zuwendungen nur unter bestimmten Voraussetzungen entgegengenommen und behalten werden.

Zuwendungen dürfen demnach entgegengenommen werden, wenn

- sie darauf ausgelegt sind, die Qualität der Dienstleistung zu verbessern, deren Erbringung dem bestmöglichen Interesse des Kunden nicht entgegen steht und
- Existenz, Art und Umfang der Zuwendung oder deren Art und Weise der Berechnung **unmissverständlich** (bisher „deutlich“) offengelegt wird.

Insoweit bleibt es bei den derzeitigen grundsätzlichen Regelungen des § 31d WpHG (§ 61 WpHG n.F.), die insbesondere für Honoraranlageberater und Finanzportfolioverwalter mit besonderen Regelungen in § 57 WpHG n.F. ergänzt werden.

Anders als bisher wird es künftig **nicht zulässig** sein, dass die **Offenlegung von Zuwendungen in zusammenfassender Form** erfolgt. Demnach sind Zuwendungen je Produkt getrennt offenzulegen.



## Honoraranlageberater

Mit den Regelungen in § 57 Abs. 7 und 14 WpHG n.F. werden die Vorgaben der MiFID II zur sog. „**unabhängigen Anlageberatung**“ in das bisherige Konzept der Honoraranlageberatung überführt. Informiert der Anlageberater seinen Kunden darüber, dass er die Anlageberatung unabhängig erbringt, darf er für die Beratung **keinerlei nichtmonetäre Vorteile einer dritten Partei** annehmen.

**Monetäre Zuwendungen** darf er nur dann annehmen, wenn kein gleich-geeignetes Finanzinstrument ohne Zuwendung erhältlich ist. Ist dies der Fall, muss er diese unverzüglich nach Erhalt und ungemindert an den Kunden auskehren.

Mit dieser Regelung dürfte die Frage, wie breit die Palette der hierfür untersuchten Produkte sein muss, damit ein Honoraranlageberater davon ausgehen darf, dass kein gleich geeignetes Finanzinstrument ohne Zuwendung existiert, von besonderer aufsichtsrechtlicher Brisanz sein.

- Ausnahmsloses Verbot der Annahme von Sachleistungen
- Grundsätzliches Verbot der Annahme von Geldleistungen – bei ausnahmsweise zulässiger Entgegennahme: unverzügliche, ungeminderte Weiterleitungspflicht

## Finanzportfolioverwalter

Anders als Honoraranlageberater dürfen Finanzportfolioverwalter kleinere nichtmonetäre Vorteile sowohl entgegennehmen als auch behalten.

Voraussetzung hierfür ist, dass

- diese geeignet sind, die Qualität der erbrachten Dienstleistungen zu verbessern und
- diese vermutlich nicht die Auftragsausführung im bestmöglichen Kundeninteresse beeinträchtigen und
- diese dem Kunden unmissverständlich offengelegt werden.

## Neue Organisationspflichten

### Vorgaben zur Telefonaufzeichnung

Wenn ein Wertpapierdienstleister Geschäfte für eigene Rechnung tätigt oder Dienstleistungen erbringt, die sich auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen, hat er Telefongespräche und elektronische Kommunikation aufzuzeichnen.

Aus diesen wenig konkreten Formulierungen ist derzeit nicht ableitbar, im Zusammenhang mit welchen konkreten Dienstleistungen und in welchem genauen Umfang eine Aufzeichnungspflicht besteht. Ebenso ist derzeit unklar, ob die gesamte Kommunikation aufzuzeichnen ist oder ausschließlich die konkrete Auftragserteilung. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass die Regelungen zu den Telefonaufzeichnungspflichten im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsprozesses überarbeitet werden.



### Sachkunde und Zuverlässigkeit von Vertriebsmitarbeitern

Was für Finanzanlagenvermittler bereits seit der Einführung des § 34f GewO gilt, wird künftig auch für Wertpapierdienstleister gesetzlich verankert.

Mitarbeiter dürfen nur dann im Vertrieb eingesetzt werden, wenn diese in Bezug auf die jeweilige Dienstleistung und die Produkte sachkundig sind und über die für die Tätigkeit erforderliche Zuverlässigkeit verfügen.



## Informationsblätter

**PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)** = Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, die einem Anlagerisiko unterliegen. Als "verpackt" im Sinne der PRIIPs-Verordnung gelten alle Anlageprodukte und -verträge, bei denen das Geld der Kunden statt direkt nur indirekt am Kapitalmarkt angelegt oder deren Rückzahlungsanspruch auf andere Weise an die Wertentwicklung bestimmter Papiere oder Referenzwerte gekoppelt ist – z.B. Derivate, **geschlossene und offene Investmentfonds**, Versicherungsprodukte mit Anlagecharakter, wie zum Beispiel kapitalbildende und fondsgebundene Lebensversicherungen und Hybrid-Produkte sowie Instrumente, die von Zweckgesellschaften ausgegeben werden.

Nach § 57 Abs. 9 WpHG n.F. ist bei Anlageberatungen dem Privatkunden rechtzeitig vor Abschluss eines Geschäfts über Produkte, für die kein Basisinformationsblatt nach der PRIIP-Verordnung veröffentlicht werden muss, ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt über jedes Produkt zur Verfügung zu stellen, auf das sich eine Kaufempfehlung bezieht. Damit sind durch den Berater nur für solche Kapitalanlageprodukte gesonderte Informationsblätter zu erstellen, die nicht in den Anwendungsbereich der PRIIPs-Verordnung fallen, mit der auf europäischer Ebene Basisinformationsblätter (Key Information Documents – KIDs) für verpackte Anlageprodukte eingeführt werden.

Im Wesentlichen sind für Anlageprodukte ohne derivative Komponente, wie bspw. Aktien und Anleihen Basisinformationsblätter **durch den Berater zu erstellen**.

Problematisch für die Praxis wird das (zwischenzeitliche) Nebeneinander von unterschiedlichen gesetzlichen Anforderungen für Investmentfondsanteile sein, für die eigentlich die PRIIPs-VO gilt. Die neue Regelung sieht vor, dass in den Fällen, in denen kein Basisinformationsblatt nach der PRIIPs-VO erstellt werden muss, ein „anderes“ Informationsblatt zur Verfügung zu stellen ist.

Bei **OGAW und Publikums-AIF** treten deshalb an die Stelle eines solchen Informationsblatts die wesentlichen Anlegerinformationen nach KAGB. Denn für diese Produkte findet die PRIIPs-VO **erst nach dem 31. Dezember 2019** Anwendung.

Für **Spezial-AIF**, die nach dem KAGB **an semi-professionelle Anleger** (die als Kleinanleger gelten) vertrieben werden dürfen, sind nach dem KAGB keine wesentlichen Anlegerinformationen zu erstellen. Deshalb gilt für sie keine Übergangsfrist. Somit wäre bereits mit Inkrafttreten der PRIIPs-VO und damit **ab dem 01. Januar 2016** für diese Spezial-AIF ein PRIIPs-Informationsblatt zu erstellen, wenn sie an semi-professionelle Anleger vertrieben würden.

Auch im Bereich der **Vermögensanlagen** gelten weiterhin Sonderregelungen. Denn nur wenn ein Anbieter nach dem VermAnlG zur Erstellung eines (Vermögensanlagen)-Informationsblattes verpflichtet ist, muss der Anlageberater nicht selbst ein Informationsblatt erstellen. Dies ist z.B. bei Angeboten auf Basis eines Prospektes nach dem (alten) VerkProspG nicht der Fall.

# Auszug Publikationen

Interviews / Fachbeiträge / Fachbücher

14

Publikationen

## FACHBEITRÄGE 2014

### **Kleinanlegerschutzgesetz: Die wesentlichen Änderungen für Vermögensanlagen**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel  
in: **EXXECNEWS**, Ausgabe 26, Beilage LEGAL,  
22. Dezember 2014

### **Crowdfunding – Grundprinzip, Arten und aufsichtsrechtliche Pflichten**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel  
in: **VentureCapital Magazin**,  
Ausgabe 09/2014

### **Finanzmarktanpassungsgesetz**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel  
in: **EXXECNEWS**, Ausgabe 15, Beilage LEGAL,  
21. Juli 2014

### **Änderungen beim KWG und KAGB – Das Finanzmarktanpassungsgesetz kommt**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel  
in: **GoingPublic Magazin/  
Special Kapitalmarktrecht 2014**,  
Ausgabe 05/2014

### **Neue Produktvielfalt durch KAGB-Regulierung**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel  
in: **fondsdiscout**, 03. Februar 2014,  
**wallstreet:online**, Ausgabe 6/2015, 29. Mai 2015



## INTERVIEWS 2014

**Handelsblatt**, 11. Dezember 2014, S. 42  
Interview mit RA Björn Katzorke zum Thema:  
"Finanzchefs gewinnen Spielraum"

**EXXECNEWS**, Ausgabe 22, 27. Oktober 2014  
Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema:  
**Kleinanlegerschutzgesetz**

**ECOreporter.de**, 22. Oktober 2014  
Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema:  
„Wie das Kleinanlegerschutzgesetz  
Crowdfunding verändern soll“

**ECOreporter.de**, 17. Oktober 2014  
Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema:  
„Wie das Kleinanlegerschutzgesetz  
Nachrangdarlehen verändern soll“

**DAS INVESTMENT**, Ausgabe 15. Juli 2014  
Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema:  
„Regulierung: Fallstricke der neuen  
KAGB-Produktkategorien“

**FONDS Spezial**, Ausgabe 01/2014, S. 12-13  
Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema:  
„Neue Produktvielfalt durch Regulierung –  
Wie wird sich der Beteiligungsmarkt verändern  
und welche Konzepte sind nach der KAGB-  
Regulierung rechtskonform?“

---

## FACHBEITRÄGE 2015

---

### **Schwarm für die Finanzierung**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel

in: **Unternehmeredition** Ausgabe 4/2015  
August 2015

### **Neue Regelungen für ELTIF, EuSEF und EuVECA**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel

in: **EXXECNEWS Spezial**

Der Weiße Kapitalmarkt - Die neuen Player - Das neue  
Recht, 17. August 2015

### **Kleinanlegerschutzgesetz**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel

in: **kapital-markt intern, Special KleinAnISchG**,  
Teil 1: 31. Juli 2015;  
Teil 2: 07. August 2015

### **Neues aus Brüssel: ELTIF- Neue Rahmenbedingungen für europäische langfristige Investmentfonds**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel

in: **Die Aktiengesellschaft**, Heft 11, 5. Juni 2015

### **Cleantech unter dem KAGB**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel

in: **GoingPublic Magazin, Special Cleantech**,  
Ausgabe 6/2015, 29. Mai 2015

### **ELTIF – Neue Rahmenbedingungen für europäische langfristige Investmentfonds**

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und  
RAin Christina Gündel

in: **GoingPublic Magazin**  
**Special Kapitalmarktrecht 2015**,  
Ausgabe 05/2015, 25. April 2015

### **Auswirkungen der KAGB-Regulierung auf den Cleantech-Bereich**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel

in: **KREDIT & RATING PRAXIS** Ausgabe 02/2015,  
20. April 2015

### **ELTIF-Verordnung steht nach abgeschlossenem Trilogverfahren**

Autor: RA Dr. Matthias Gündel

in: **EXXECNEWS**, Ausgabe 06, Beilage LEGAL,  
16. März 2015

---

## INTERVIEWS 2015

---

**ECOreporter.de**, 19. März 2015

Interview mit RA Dr. Matthias Gündel zum Thema  
Kleinanlegerschutzgesetz:

**"Regulierung am Kapitalmarkt ist immer eine  
Form von Risikomanagement"**

**VentureCapital Magazin**

Ausg. 9/ 2015, 28. August 2015, S. 15ff.

Interview mit RA Björn Katzorke zum Thema  
Private Equity für Privatanleger:  
**„Hohe Mauern, hoher Schutz?“**

---

## FACHBÜCHER / KOMMENTARE 2015

---

### **Cleantech Rating: Investition und Finanzierung von Cleantech-Unternehmen und Projekte**

unter Mitwirkung von RA Dr. Matthias Gündel u.a.

Hrsg. Dr. Oliver Everling,

Kindle-Buch Frankfurt, Januar 2015

Verlag RATING EVIDENCE GmbH, 272 Seiten

### **VermAnIG-Kommentar**

unter Mitwirkung von RA Björn Katzorke u.a.

Hrsg. Dr. Lea Maria Siering und

Dr. Anna Lucia Izzo-Wagner

Erich Schmidt Verlag 2016

**Derzeit in Vorbereitung:**

**Print-Ausgabe Verlag deGruyter**





**GK-law.de**

Gündel & Katzorke Rechtsanwälts GmbH

## Impressum:

Herausgeber

**Gündel & Katzorke  
Rechtsanwalts GmbH**

Theaterplatz 9  
37073 Göttingen

Tel.: +49 551 789669-0  
Fax: +49 551 789669-20

E-Mail: [info@gk-law.de](mailto:info@gk-law.de)  
Internet: [www.gk-law.de](http://www.gk-law.de)

---

Geschäftsführung

**Dr. Matthias Gündel  
Björn Katzorke**

---

Konzeption & Redaktion

**Christina Gündel**

---

Druck

**Goltze Druck GmbH & Co. KG**  
Hans-Böckler-Straße 7  
37079 Göttingen

Stand: 29.11. 2015