

inPuncto.

Kapitalmarkt. Vertrieb. Recht.

PRIIPs-Verschiebung

EU-Basisinformationsblätter
erst ab 01. Januar 2018

Seite 3

Reform des EU-Prospektrechts

Inhalte der geplanten
Prospektverordnung

Seite 4-5

TOP-Thema

Bitcoin & Co.

„Virtual Currency“
als Anlagewährung

Seite 6-11

KAMaRisk

Mindestanforderungen an
das Risikomanagement
für Investmentgesellschaften
konsultiert

Seite 12-13

Das informative Mandantenmagazin von



GK-law.de
Gündel & Katzorke Rechtsanwälts GmbH

Liebe Leserinnen und Leser,



auch in inPuncto. **Ausgabe 02/2016** lässt uns das Thema Digitalisierung und Erwerb von Kapitalanlagen über das Internet nicht los. Unser **TOP-Thema** diesmal: **Bitcoin & Co.** – der Einsatz virtueller Währungen zum Kauf von Wertpapieren, Vermögensanlagen und Investmentfonds. Denn zunehmend werden virtuelle Währungen von Marktteilnehmern akzeptiert, obwohl diese kein Geld im herkömmlichen Sinne darstellen. Wir beleuchten das Funktions-System „Blockchain“ und ob Bitcoin & Co. als Anlagewährung eingesetzt werden können.

Außerdem **für Emittenten** im Fokus: die **Reform des EU-Prospektsrechts**. Wir stellen die Inhalte der geplanten

neuen Prospektverordnung sowie die zu erwartenden Auswirkungen dar.

Im Bereich **Gesetzgebung** ist die **Verschiebung der PRIIPs-Verordnung** unser Thema. Wir geben Aufschluss über die Hintergründe und zeigen Besonderheiten der EU-Basisinformationsblattpflichten im Vergleich zu bisherigen nach deutschem Recht auf.

Last but not least erläutern wir im Bereich Investmentfonds den bereits konsultierten BaFin-Entwurf der überarbeiteten **Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Kapitalverwaltungsgesellschaften** (KAMa-Risk).

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

inPuncto

Themenübersicht

Gesetzgebung

PRIIPs-Verordnung: Starttermin verschoben

Emittenten

Die Reform des EU-Prospektsrechts und ihre Auswirkungen

TOP-Thema: Bitcoin & Co. als "Anlagewährung"

- „Schürfen“ der virtuellen Währung
- Software / Verschlüsselung
- „Blockchain“/ Speichern in dezentraler Datenbank
- Übertragung von Nutzungsrechten
- Ausgestaltung als Anlagewährung

Investmentfonds

BaFin konsultierte KAMaRisk

Publikationen

Leistungsbilanz

Seite

3

4-5

6-11

12-13

14

15

Starttermin für PRIIPs-Verordnung verschoben

Am 09. November 2016 gab die EU-Kommission bekannt, dass die Geltung der PRIIPs-Verordnung um zwölf Monate auf den 01. Januar 2018 verschoben wird.



PRIIPs

sind Anlagen in verpackter Form, die einem Anlagerisiko unterliegen. Dazu gehören im Wesentlichen

- strukturierte Finanzprodukte, wie Optionsscheine, die in Versicherungen, Wertpapiere oder Bankprodukte verpackt sind,
- Finanzprodukte, deren Wert sich von Referenzwerten wie Aktien oder Wechselkursen ableitet (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.

Hintergrund der Verschiebung ist ein Streit über die technischen Ausführungsstandards mit detaillierten Vorschriften zur Berechnung von Risikoklassen und Renditeszenarien.

Unterschiede zu bisherigen Informationsblättern

Die Basisinformationsblätter nach der EU-PRIIPs-Verordnung unterscheiden sich von den deutschen Informationsblattpflichten nach KAGB, WpHG und VermAnlG insbesondere dadurch, dass Risiken und Kosten nicht verbal, sondern durch Indikatoren darzustellen sind, für die Parameter bestimmt werden müssen. Das macht die Erstellung und Prüfung von PRIIPs-Basisinformationsblättern wesentlich anspruchsvoller. Vorbild ist das OGAW-Produktinformationsblatt, das ebenfalls auf EU-Vorgaben basiert und einen Risikoindikator zur Abbildung des Marktrisikos vorschreibt.

Die Basisinformationsblätter zu PRIIPs sind dem potenziellen Anleger vor Vertragsunterschrift auszuhändigen. Verantwortlich für die Erstellung ist der Hersteller des jeweiligen Anlageprodukts (PRIIP-Hersteller).

Warnhinweis

Neu ist auch die Pflicht, Basisinformationsblätter für besonders komplexe PRIIPs-Produkte mit folgendem Warnhinweis zu versehen:

! "Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann."

Haftung

Der PRIIP-Hersteller haftet, wenn einem Anleger ein Schaden entsteht, weil das Basisinformationsblatt die Anforderungen der PRIIPs-Verordnung nicht erfüllt und er deshalb die falsche Anlageentscheidung getroffen hat. Beweislastumkehr: Im Falle eines Rechtsstreits obliegt es dem Hersteller nachzuweisen, dass das Basisinformationsblatt mit der PRIIPs-Verordnung konform ist.

Offene Fragen zum Geltungsbereich der PRIIPs-Verordnung

Nach wie vor gibt es keine belastbaren Aussagen der Aufsichtsbehörden, ob zu den „verpackten Anlageprodukten“ auch Vermögensanlagen, die am Erst- und Zweitmarkt und geschlossene „Altfonds“, deren Anteile am Zweitmarkt angeboten werden, gehören und von den Neuregelungen betroffen sind.

MiFID II

Ein großer Vorteil der Verschiebung ist, dass die PRIIPs-Verordnung zeitgleich mit den neuen MiFID-II-Regeln in Kraft treten kann, was wegen inhaltlicher Überschneidungen der beiden Regelwerke zu begrüßen ist. Denn es bringt Erleichterungen und weniger Aufwand bei der Umsetzung der Vorgaben dieser beiden Verordnungen mit sich.

Die Reform des EU-Prospektsrechts und ihre Auswirkungen auf die Praxis



4

Emittenten

Die EU-Kommission will im Rahmen einer Europäischen Kapitalmarktunion die Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen erleichtern. Vor diesem Hintergrund hat sie am 30. November 2015 einen Vorschlag für eine Prospektverordnung veröffentlicht. Besonderheit der Prospektverordnung ist, dass sie nach Inkrafttreten – von wenigen Ausnahmen abgesehen – direkt gelten wird, weil sie keiner Umsetzung durch nationale Gesetzgeber bedarf. Betroffen sind Emittenten und Anleger. Das europäische Gesetzgebungsverfahren dauert noch an.

Zielsetzung der Reform des Prospektsrechts ist es, im Rahmen der EU einheitliche Prospektvorschriften zu schaffen, die beiden Seiten gerecht wird. Anlegern sollen besser verständliche Informationen zur Verfügung gestellt werden – und vereinfachte Vorschriften sollen es Unternehmen erleichtern, Finanzmittel über den Kapitalmarkt zu erschließen – grenzüberschreitend und ohne unnötige Kosten.

Die wesentlichen Änderungen

Erhöhung der Schwellenwerte für Prospektpflicht und KMU

Die Prospektpflicht für **börsennotierte** öffentliche Angebote von Wertpapieren soll erst ab einem Verkaufspreis von 10 Mio. Euro - vorher 5 Mio. Euro - gelten. Öffentliche Angebote **ohne Börsennotierung** sind erst ab einem Verkaufspreis für alle angebotenen Wertpapiere in Höhe von 500.000 Euro (vorher 100.000 Euro) prospektpflichtig. KMU dürfen einen vereinfachten Prospekt mit weniger Mindestangaben erstellen oder eine Darstellung in Gestalt eines Frage-Antwort-Katalogs wählen. Die

KMU-Schwellenwerte werden erhöht, d.h. die Vereinfachungen gelten dann für Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 200 Mio. Euro (vorher 100 Mio. Euro).

Verkürzte Zusammenfassung des Prospekts

Um eine für den Anleger besser verständliche Information zu gewährleisten, soll die Zusammenfassung des Prospekts – an den Vorgaben für das Basisinformationsblatt orientiert – verkürzt werden.

Erleichterungen für Folgeemissionen

Die Möglichkeit der Erstellung eines vereinfachten Wertpapierprospekts für börsennotierte Aktien soll erweitert werden auf alle Fälle von Zweitemissionen von anderen Wertpapieren, die an einer Börse gehandelt werden – also auch Anleihen. Aktien im Umfang von bis zu 20 Prozent ihres Grundkapitals sollen prospektfrei zugelassen werden.

Registrierungsformular für regelmäßige Emittenten

Für regelmäßige Emittenten von Wertpapieren soll es ein Registrierungsformular mit Angaben zu Organisation, Geschäftstätigkeit, Ertrags- und Finanzlage, Geschäftsaussichten sowie zur Organ- und Aktionärsstruktur geben. Zusammen mit der Wertpapierbeschreibung und der Zusammenfassung, jeweils bezogen auf eine konkrete Emission, bilden sie den Wertpapierprospekt für den dann eine verkürzte Billigungsfrist von fünf Werktagen gilt.

Erleichterungen für KMU und Emittenten mit geringer Marktkapitalisierung

Als Kleine mittelständische Unternehmen (KMU) gelten Unternehmen, die entweder nach ihrem letzten Jahresabschluss bzw. konsolidierten Abschluss zumindest zwei der drei folgenden Kriterien erfüllen: eine durchschnittliche Beschäftigtenzahl von weniger als 250 im letzten Geschäftsjahr, eine Gesamtbilanzsumme von höchstens

Auswirkungen auf die Praxis

5

Emittenten

43 Mio. Euro und einen Jahres-Nettoumsatz von höchstens 50 Mio. Euro oder eine durchschnittliche Marktkapitalisierung auf Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren von weniger als 200 Mio. Euro.

Die geplante Prospektverordnung hebt den Schwellenwert für die Marktkapitalisierung von „weniger als 100“ auf „weniger als 200 Mio. Euro“ an – mit dieser Verdoppelung wird der Anwendungsbereich der Regelung deutlich größer.

Für KMU gibt es prospektrechtliche Ausnahmenvorschriften, d.h. spezielle Offenlegungsregelungen. Sie sollen nach der neuen ProspektVO z.B. ein Wahlrecht erhalten, statt eines vollumfänglichen oder vereinfachten Prospekts wesentliche Anleger-relevante Fragen in Form eines Frage-Antwort-Katalogs („Q&A“) zu beantworten.

„Q&A“ für KMU-Anbieter von Aktien- und Nicht-Hybridschuldverschreibungen

In ihren Erwägungsgründen hat die Kommission ausgeführt, dass KMU, die Aktien und Nicht-Hybridschuldverschreibungen anbieten, sofern sie nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, auf Wunsch die Möglichkeit haben sollen, einen Prospekt in Form eines leicht verständlichen „Frage- und Antwortbogens“ zu erstellen. Diese Alternative zum üblichen Offenlegungsschema soll auf Kostenminimierung für KMU angelegt sein, indem sie diese in die Lage versetzt, unter Nutzung der eigenen Kapazitäten selbständig einen Prospekt zu erstellen.

Fazit / Ausblick

Die Erhöhung des Schwellenwerts für die prospektfreie Zulassung von Aktien auf bis zu 20 Prozent des Grundkapitals oder die Ausweitung der speziellen Offenlegungsregelungen für Sekundäremissionen sind positiv zu sehen. Für Wertpapier-Emittenten wird dadurch die Durchführung einer prospektfreien Zehn-Prozent-Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss ermöglicht. Von den Erleichterungen für Folgeemissionen

börsennotierter Unternehmen werden voraussichtlich KMUs profitieren, die Aufstockungen von Anleiheemissionen vornehmen.

Die Einführung eines verpflichtenden Frage-Antwort-Katalogs anstatt Prospekt ist neu – bisher werden solche Instrumente bei Aktientransaktionen allenfalls ergänzend und freiwillig eingesetzt. Bislang enthält der Entwurf der ProspektVO aber keine hinreichend konkreten Regelungen, was die Ausgestaltung angeht. Es bleibt die große Herausforderung des Gesetzgebers ausreichende Vorgaben dahingehend zu schaffen, dass die im Katalog enthaltenen Fragen tatsächlich gezielt Informationen von besonderer Relevanz für KMU betreffen.

Dass Zusammenfassungen von Prospekten kürzer und besser verständlich werden sollen, ist sinnvoll – das gilt sicherlich auch für die Anpassung der Gestaltung der Zusammenfassung an das Basisinformationsblatt nach der sogenannten PRIIPs-Verordnung, die nun ab 2018 gelten soll. Die Umsetzung des Kommissionsvorschlags erscheint jedoch angesichts der Begrenzung auf max. sechs DIN-A4-Seiten problematisch. Die Gefahr, dass nicht alle wesentlichen Besonderheiten des Wertpapierangebotes auf so schmalen Raum dargestellt werden können, ist groß. Der bisherige Umfang lag immerhin bei sieben Prozent des Prospekts oder 15 Seiten.

Ob das allgemeine Registrierungsformular zu wesentlichen Erleichterungen führen wird, ist fraglich. Aus Haftungsvermeidungsgründen gelten in puncto Richtigkeit und Vollständigkeit dieselben Sorgfaltsanforderungen wie beim Prospekt. Und sofern eine Emission prospektpflichtig ist, muss auch ein Prospektbilligungsverfahren durchlaufen werden. Abzuwarten bleibt, welche Änderungen sich im weiteren Gesetzgebungsverfahren noch ergeben werden.

Auch wenn die Prospektinhalte verständlicher werden sollen, wird das Prospektsrecht nicht unbedingt einfacher werden. Noch ist nicht absehbar, welche Standards sich bei KMU-Emissionen am Markt durchsetzen. Denn jeder Emittent hat ein Wahlrecht, ob er die Erleichterungen nutzt. Deshalb bleibt im Einzelfall zu prüfen, welche Angebotsunterlagen mit welchen Inhalten aus unternehmerischer Sicht neben Kostenaspekten empfehlenswert sind.

Bitcoin & Co. als „Anlagewährung“

6

Emittenten

Eigenschaften und Schürfen des virtuellen Rohstoffs

In den letzten Jahren werden vermehrt sog. „virtuelle Währungen/virtual currency“ - VC - wie Bitcoins, Litecoin, PPCoin als Tausch- und „Zahlungsmittel“ zum Erwerb von Gütern, Waren und Dienstleistungen eingesetzt - insbesondere beim Erwerb über das Internet. Stellt sich die Frage: Können auch Kapitalanlagen mittels virtueller Währung „bezahlt“ werden?

Vertrauen in VC

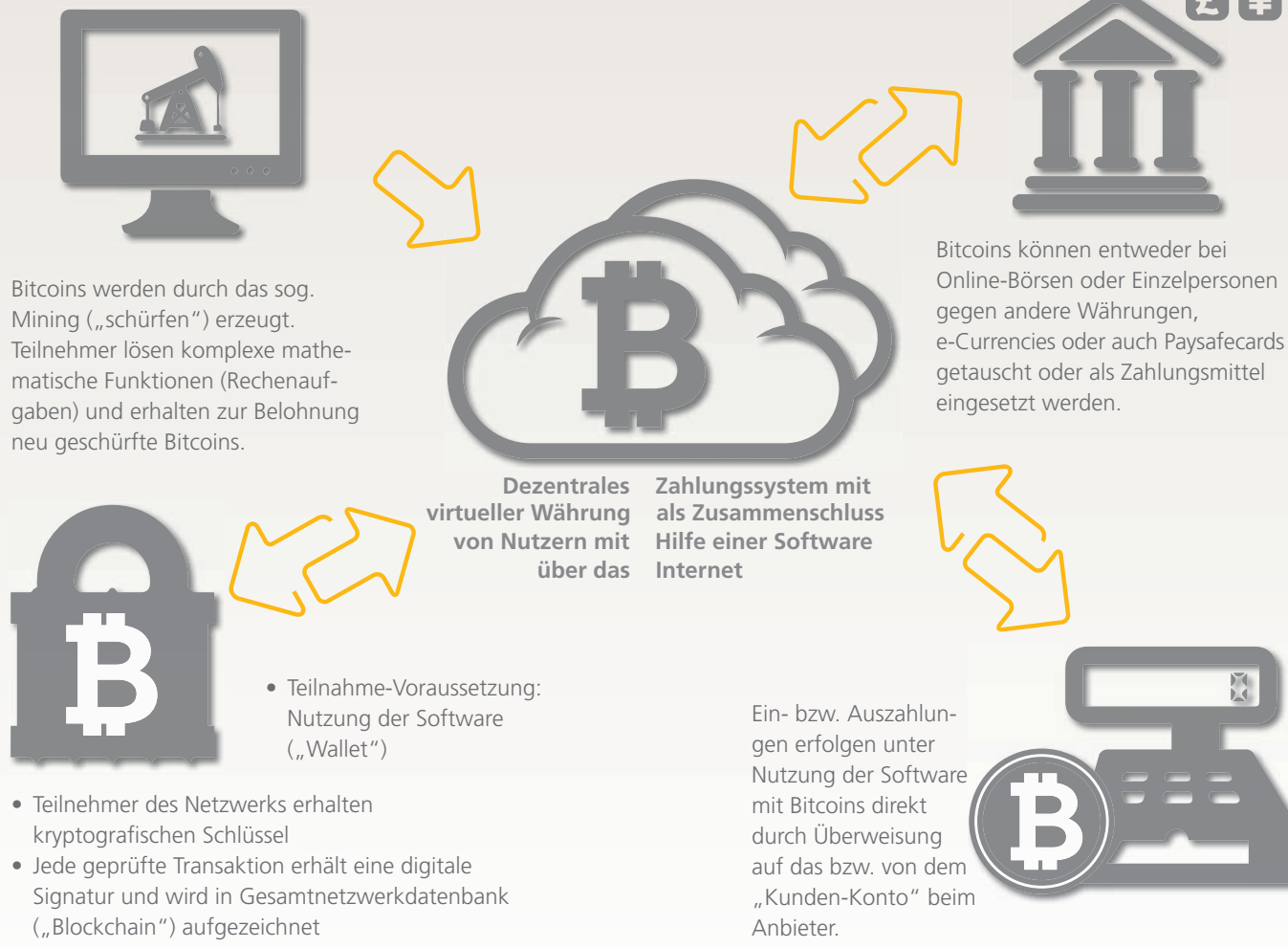
Die Akzeptanz von VC als Gegenleistung durch verschiedene Marktteilnehmer beruht im Wesentlichen auf dem Vertrauen darauf, dass es sich um nichtstaatlich kontrollierte Ersatzwährungen handelt, die aufgrund ihrer mathematisch begrenzten Menge nicht dem Risiko des „Wertverlustes“ wie herkömmliches Notenbank-Geld und Buchgeld, das die Privatbanken schaffen, ausgesetzt sind.

Infrastruktur für VC

VC werden nicht durch staatliche Stellen ausgegeben und existieren rein virtuell. Das „Schürfen“ der VC und die Übertragung von Beträgen (Einheiten) der VC, die beliebig teilbar sind, erfolgt ausschließlich über das Internet innerhalb eines dezentralen Computernetzwerkes durch das Lösen von endlich vielen komplexen mathematischen Funktionen (Rechenaufgaben). Für die Lösung der Rechenaufgaben und die Initiierung der Übertragung der VC ist eine spezielle Software erforderlich. Das Netzwerk (Internet) stellt die notwendige Infrastruktur zur Übertragung der VC dar, die in einer dezentralen Datenbank ausschließlich digital dokumentiert wird.



Wie BITCOINS funktionieren



Datenblöcke als Grundlage

Wesensmerkmal einer VC ist die sog. „Blockchain“, d.h. eine nur über das Internet zugängliche Datenbank, die von allen Nutzern des Netzwerkes mittels der Software verwaltetet wird und öffentlich einsehbar ist. In dieser Datenbank sind alle Transaktionen jeder Einheit der VC lückenlos nacheinander in Datenblöcken dokumentiert (eingetragen). Der Eintrag in die Datenbank setzt dabei die Bestätigung der Transaktion durch Lösen einer Rechenaufgabe durch mehrere Netzwerkteilnehmer voraus. Durch das ständige Fortschreiben der Transaktionshistorie entsteht eine Kette von Einträgen (Datenblöcke) je Einheit der VC, die „Blockchain“.

Damit ein Anreiz für die Bestätigung der Transaktion durch die Netzwerkteilnehmer besteht, wird dem Netzwerkteilnehmer, der als erstes die durch das Transaktionsanfrage verursachte (gestellte) Rechenaufgabe löst, eine neue Einheit der VC in der Datenbank zugeschrieben. Er kann diese Einheit nur durch Einsatz der Software via Internet übertragen und zwar unter Nutzung eines persönlichen kryptografischen Schlüssels. Die Software speichert sein „Übertragungsrecht“ an der neuen Einheit in einer Datei. Diese Datei enthält auch den persönlichen kryptographischen Schlüssel. Wird diese Datei beschädigt oder geht sie verloren, kann über die jeweilige Einheit nicht mehr übertragen werden - es sei denn, der Schlüssel wurde anderweitig gespeichert.

7

Emittenten

Übertragung des Nutzungsrechts

Die Übertragung der Rechte an einer Einheit der VC erfolgt mittels Einsatz der Software an anonyme (digitale) Adressen, die durch die Software für den Netzwerkteilnehmer beliebig neu erzeugt werden kann. Voraussetzung für die Auslösung einer Transaktion ist die Nutzung des persönlichen kryptografischen Schlüssels zur Autorisierung des Fortschreibens der „Blockchain“ durch die Netzwerkteilnehmer. Die Berechtigung zur Übertragung wird dann durch die Netzwerkteilnehmer geprüft und die Transaktion verifiziert. Die Bestätigung, bei der geprüft wird, ob der „richtige“ persönliche kryptografische Schlüssel verwendet worden ist, dauert dabei mehrere Minuten. Da der kryptografische Schlüssel für jede Einheit der VC auf jedem Datenträger – so z.B. auch auf Papier – notiert werden kann, könnten Transaktionen auch außerhalb des Internets durch Übertragung des Schlüssels ausgelöst werden. Eine Bestätigung (Verifizierung) der Transaktion in der „Blockchain“ findet dann jedoch nicht statt.

Virtueller Rohstoff

Bei VC handelt es sich entgegen der Bezeichnung „Währung“ um „digitale Datenpakete“, die nur in begrenzter (endlicher) Anzahl gebildet (berechnet) werden können, die rechnerisch beliebig teilbar sind und das Recht zu deren Nutzung verifizierbar übertragen werden kann und denen vom Marktteilnehmer ein wirtschaftlicher Wert zugemessen wird - also ein virtueller Rohstoff, vergleichbar einem Edelmetall als virtuelles und digitales Tauschmittel. Deshalb wurden kryptografische Währungen zunächst auch als „bit gold“ beschrieben.

Um die mit dem Einsatz von VC als „Anlagewährungen“ verbundenen rechtlichen Besonderheiten beurteilen zu können, ist entscheidend, wie VC zivilrechtlich und aufsichtsrechtlich einzuordnen sind.





VC sind kein Geld

Da VC als virtuelles Tauschmittel eingesetzt werden, werden sie auch als Zahlungsmittel und landläufig auch als Geld bezeichnet. VC erfüllen jedoch weder die Anforderungen, die an Bargeld, Buchgeld oder elektronisches Geld (E-Geld) gestellt werden. Sie sind in Deutschland nicht staatlich anerkannt, also kein Bargeld. Die Einheiten von VC („Guthaben“) werden dezentral „geschürft“ und nicht von Banken verwaltet, also sind sie kein Buchgeld. VC sind auch kein E-Geld. Zwar werden sie elektronisch gespeichert, aber sie werden nicht gegen Zahlung eines Geldbetrages durch einen Emittenten ausgestellt/gewährt, sondern geschürft durch Berechnung eines neuen Datenblocks. VC sind also nicht mit den herkömmlichen Erscheinungsformen von Geld vereinbar, auch wenn sie Geldfunktionen erfüllen können. Da VC jedoch weder staatlich anerkannt sind, noch derzeit im täglichen Geschäftsverkehr als Zahlungsmittel eingesetzt werden können, erfüllen VC nicht die Anforderungen, die rechtlich an Geld gestellt werden.

VC sind nur ein „geldwerter Vorteil“

VC existieren nur virtuell und damit nicht körperlich, so dass es keine Sachen sind. Sie können also nicht durch „physische Übergabe“, sondern nur digital (über das Internet) übertragen werden. Die physisch mögliche Übergabe eines Datenträgers mit dem kryptischen Schlüssel stellt dagegen nur die Einräumung einer Übertragungsbefugnis außerhalb der „Blockchain“ dar. Denn eine von den Teilnehmern des Netzwerks anerkannte und damit verifizierte Transaktion (Übertragung) setzt immer den Eintrag der Transaktion in der „Blockchain“ voraus. Mit der Möglichkeit, VC zu übertragen, wird aber kein Recht begründet, von anderen Netzwerkteilnehmern, ein bestimmtes Tun oder Unterlassen fordern zu können. Wer Inhaber/Berechtigter einer VC ist, kann diese „nur“ übertragen oder als Träger für andere Daten (verknüpfte Informationen) nutzen. Deshalb stellen VC „nur“ einen geldwerten Vorteil und damit lediglich einen sonstigen Vermögenswert dar.



Rechnungseinheiten

Weil VC von Marktteilnehmern wie Geld als „Tauschmittel“ eingesetzt wird, besteht ein nachvollziehbares Bedürfnis der Finanzaufsicht (BaFin), den Umlauf dieses Tauschmittels aufgrund der steigenden Akzeptanz zu kontrollieren. Eine solche staatliche Kontrolle kann mit der aufsichtsrechtlichen Einstufung von VC als sog. „Rechnungseinheit“ und damit als Finanzinstrument ermöglicht werden. Denn gilt VC als Finanzinstrument, so unterliegen die Marktteilnehmer, die berufsmäßig VC einsetzen, um durch das Schürfen von oder den Handel mit VC Gewinne zu erzielen, der Überwachung durch die Finanzaufsicht. Obwohl VC eher mit Edelmetallen, die keine Finanzinstrumente sind, vergleichbar sind, nutzte die BaFin die mangelnde gesetzliche Definition des Begriffs „Rechnungseinheit“, um VC rechtsverbindlich als Rechnungseinheit einzustufen. VC sind aber weder mit Devisen (ausländische gesetzliche Zahlungsmittel) noch mit einem Währungskorb, in dem mehrere Währungen zusammengefasst sind, vergleichbar. Deshalb dürfte die derzeitige aufsichtsrechtliche Einordnung von VC als Rechnungseinheit nicht ohne weiteres gerichtsfest sein. Sie ist jedoch bis zu einer anderslautenden gerichtlichen Entscheidung verbindlich.

Ausgestaltung als „Anlagewährung“

Wenn VC als „Anlagewährung“ eingesetzt werden sollen, kommen drei Ausgestaltungsmöglichkeiten in Betracht. Soweit der Anleger die Kapitalanlage ausschließlich durch Übertragung von VC erwerben kann, gewährt er dem Emittenten einen geldwerten Vorteil. Dieser geldwerte Vorteil stellt juristisch eine sog. **Sacheinlage** dar. Auch kann eine Mischung von Sach- (VC) und Geldeinlage – sog. **gemischte Sacheinlage** – angeboten werden. Das Verhältnis von Sach- und Geldeinlage wäre dann im Vorfeld vom Emittenten festzulegen. Schließlich könnte dem Anleger auch die Wahl eingeräumt werden, ob er die Kapitalanlage gegen Übertragung von Geld oder VC erwirbt, dann wäre es eine **wahlweise Sach- und/oder Geldeinlage**. Wenn die Möglichkeit der Sacheinlage eingeräumt wird, ist immer auch zu entscheiden, ob bei Beendigung der Kapitalanlage die Sacheinlage zurückübertragen wird oder die Beendigung gegen Zahlung eines Geldbetrages in einer staatlich anerkannten Währung erfolgt.



VC bei Wertpapieren

Da die **Ausgabe neuer Aktien** gegen Sacheinlage unstrittig zulässig ist, stellt sich lediglich die Frage, ob VC eine nach Aktienrecht anerkenungsfähige Sacheinlage darstellen. Tauglich als Sacheinlage sind solche Vermögensgegenstände, die einen feststellbaren wirtschaftlichen Wert haben. Soweit VC tatsächlich als Tauschmittel eingesetzt werden und der Gegenwert in Geld aufgrund gestellter „Wechselkurse“ ausgedrückt werden kann, kommt VC ein wirtschaftlicher Wert zu. VC sind damit taugliche Sacheinlage auf Aktien. Auch bei **Zweitmarktangeboten von Aktien** sind keine aktienrechtlichen Besonderheiten zu beachten, da hier ein Tausch (Aktie gegen VC) zwischen Alt- und Neu-Aktionär stattfindet.

Problematisch ist die **Gewährung von** anderen Inhaberpapieren wie bspw. Inhaberschuldverschreibungen. Denn die Ausgabe von **unverzinslichen Inhaberschuldverschreibungen** ist nicht nur unzulässig, sondern auch strafbar, wenn die Wertbezeichnung der Schuldverschreibung nicht auf Euro lautet. Denn dann würde aus der VC durch die Verbriefung in einem Inhaberpapier faktisch eine „Banknote“ werden. Fraglich ist, ob das Nutzungsentgelt für die Überlassung der VC überhaupt Zinsen sind. Wenn nein, wären es unverzins-

liche Inhaberpapiere. Ein Zins in diesem Sinne liegt vor, wenn die Vergütung für die Überlassung von Kapital gewährt wird. Kapital können nach zivilrechtlicher Auffassung aber nur Geld und andere vertretbare Sachen (d.h. bewegliche körperliche Sachen, die im Rechtsverkehr nach Zahl, Maß oder Gewicht bestimmt werden können) sein. Demnach stellen VC kein Kapital und die Vergütung keinen Zins dar. Die Ausgabe einer Inhaberschuldverschreibung, die ausschließlich in VC valuiert, wäre damit unzulässig und strafbar.

VC bei Vermögensanlagen

Soweit Vermögensanlagen, die einen Anteil am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, (z.B. **Kommanditanteile, Stille Beteiligungen**) ausgegeben werden, bestehen keine Bedenken, dass diese gegen die Übertragung von VC ausgegeben werden. Die Sacheinlagetauglichkeit wäre gegeben. Das gleiche gilt bei der Ausgabe von **Treuhandanteilen, Genussrechten und Namensschuldverschreibungen**. In all diesen Fällen stellt sich dann die Frage, ob dem Anleger bei Beendigung der Beteiligung der Wert des Abfindungsguthabens in Geld ausgezahlt oder in VC übertragen wird.

Die Ausgabe von **partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstigen Vermögensanlagen**, die ausschließlich in VC notieren, ist juristisch nicht möglich. Denn ein Darlehen setzt voraus, dass entweder Geld (also ein staatlich anerkanntes Zahlungsmittel) oder ein vertretbare Sache (dann Sachdarlehen) zur Nutzung überlassen wird. Soweit also die Entgegennahme von VC gegen die Gewährung eines Nutzungsentgelts (wie bei herkömmlichen Darlehen), dass auch in VC ausgeglichen wird, erfolgt, handelt es sich nicht um eine Vermögensanlage im Sinne des Vermögensanlagengesetzes. Auch stellen die **VC keine Einlagen oder unbedingt rückzahlbaren Gelder** im Sinne des Kreditwesengesetzes dar. Anders stellt sich die Rechtslage dar, wenn gemischte Sacheinlagen vorliegen.

VC bei Investmentfondsanteilen

Die Ausgabe von (geschlossenen) Investmentfondsanteilen im Sinne des KAGB gegen Gewährung von Sacheinlagen ist teilweise unzulässig. Das Sacheinlageverbot gilt insbesondere für **geschlossene Investmentaktiengesellschaften** mit fixem und mit veränderlichem Kapital sowie für **geschlossene Publikums-Investmentkommanditgesellschaften**. Dagegen sind bei offenen Investmentkommanditgesellschaften und geschlossenen Spezial-AIF Sacheinlagen zulässig, da Anteile an derartigen Investmentvermögen nur von professionellen und semi-professionellen Anlegern erworben werden dürfen, die weniger schutzbedürftig sind als Privatanleger. Aufsichtsrechtlich ungeklärt ist dagegen die Frage, ob bei der ausschließlichen Entgegennahme von VC überhaupt ein Investmentvermögen vorliegen kann. Denn das Vorliegen eines Investmentvermögens setzt das **Einsammeln von Kapital** voraus, VC sind aber zivilrechtlich nicht als Kapital einzustufen. Insoweit ist jedoch zu erwarten, dass die aufsichtsrechtliche Auslegung des Begriffs „Kapital“ über das zivilrechtliche Verständnis des Begriffs „Kapital“ hinausgeht und VC aus Anlegerschutzgesichtspunkten als Kapital eingestuft werden.

KWG-Erlaubnispflicht des Emittenten

Die Gewährung einer Kapitalanlage gegen Übertragung von VC stellt aus Sicht des Emittenten aufsichtsrechtlich immer die **Anschaffung von Rechnungseinheiten** und damit **von Finanzinstrumenten** dar. Denn Inhalt von aufsichtsrechtlich relevanten Vorgängen kann auch der Tausch von Finanzinstrumenten sein. Es liegt immer ein Anschaffungsvorgang – für die Emittentin – und immer ein Veräußerungsvorgang – für den Anleger – vor. Für den Emittenten handelt es sich mindestens immer um ein sog. Eigengeschäft (in Finanzinstrumenten) im Sinne

des Kreditwesengesetzes (KWG). Soweit dieses Eigengeschäft lediglich dem Zweck der Aufbringung von Mitteln für den Geschäftsbetrieb des Emittenten dient, ist **das Eigengeschäft nicht erlaubnispflichtig**. Denn die Tätigkeit „Entgegennahme von VC“ erfolgt dann im Wege der Teilnahme am allgemeinen Wirtschaftsleben durch den Tausch von Wirtschaftsgütern. Es fehlt dann an dem aufsichtsrechtlich relevanten Merkmal „Dienstleistungen in Finanzinstrumenten für einen Dritten“. Wenn dagegen der Emittent plant, mit den **VC Handel** zu betreiben oder seine Tätigkeit der Erhaltung des Marktes für VC dient, wird die Grenze zum **erlaubnispflichtigen Eigenhandel** überschritten. Dies gilt unabhängig davon, ob diese Tätigkeit zugunsten der Anteilinhaber der Emittentin und/oder zugunsten der Anleger ausgeführt wird. Da die Emittentin regelmäßig als Unternehmen tätig wird, liegt auch ein gewerbsmäßiges und damit erlaubnispflichtiges Tätigwerden vor.

KWG-Erlaubnispflicht der Vermittler

Soweit Dritte mit dem Vertrieb einer Kapitalanlage, die in VC valuiert, beauftragt werden, ist für die Vermittlung und Beratung bzgl. der Kapitalanlage immer eine **Erlaubnis zur Anlagevermittlung und/oder Anlageberatung** erforderlich. Dies gilt unabhängig von der Art der Kapitalanlage – Wertpapier, Vermögensanlage, Investmentfondsanteil oder sonstige Kapitalanlage. Denn es findet immer die Vermittlung einer Rechnungseinheit und damit eines Finanzinstrumentes an den Emittenten statt. Alternativ könnte der Vertrieb auch als vertraglich gebundener Vermittler tätig werden. Wenn der Vermittler zusätzlich die Übertragung der VC unter Nutzung des persönlichen kryptografischen Schlüssels für den Anleger auslöst, erbringt er die **Abschlussvermittlung** und betreibt unter Umständen sogar das **Finanzkommissionsgeschäft**.

BaFin konsultierte KAMaRisk

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat im November dieses Jahres die Konsultationen zu dem Entwurf der überarbeiteten Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften durchgeführt. Diese sollen künftig die Bezeichnung „Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Kapitalverwaltungsgesellschaften – KAMaRisk“ tragen und die bisherigen InvMaRisk ersetzen, die aufgrund der Einführung des KAGB bei Umsetzung der AIFM-Richtlinie (Richtlinie 2011/61/EU) veraltet waren.



RISKY



ANALYSIS



STRATEGY

Die Umsetzung der geänderten Anforderungen der KAMaRisk hat nach Vorstellungen der BaFin innerhalb einer **Übergangsfrist von neun Monaten** nach deren Veröffentlichung auf der Internetseite der BaFin zu erfolgen.



PROCESS



ASSESSMENT

Die Regelungen umfassen zunächst die Konkretisierung der **allgemeinen Mindestanforderungen** an das Risikomanagement und die Auslagerung von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) im Sinne von Mindestanforderungen sowie Konkretisierung der **besonderen Mindestanforderungen** für die Auflage sog. „Kreditfonds“.

Die Mindestanforderungen gelten grundsätzlich für alle Kapitalverwaltungsgesellschaften, also auch für registrierte KVG. Sie müssen auch die Mindestanforderungen an die Gesamtverantwortung der Geschäftsleitung der KVG und die Mindestanforderungen an das Risikomanagement beachten. Dies führt dazu, dass registrierte KVG auch die



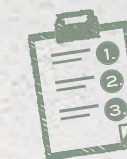
CONTROL

Dokumentations- und Aufbewahrungspflichten des Abschnitt 7 der Erläuterungen erfüllen müssen (z.B. Aufzeichnung von Due Diligence Tätigkeiten bei bestimmten Vermögenswerten, von Portfoliogeschäften sowie von Zeichnungs- und Rücknahmeaufträgen und deren Aufbewahrung für fünf Jahre).

Es bleibt aber wie bisher der KVG überlassen, im Rahmen der einzuhaltenden Mindestanforderungen zu entscheiden, welche konkrete Ausgestaltung des Risikomanagements aufgrund von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt ihrer geschäftlichen Aktivitäten und der verwalteten Investmentvermögen abhängig ist. Auch enthalten die Vorgaben **viele Öffnungsklauseln**, die vor allem kleinen KVG weitgehenden Ermessensspielraum bei der Umsetzung einräumen. So ist z.B. die KVG nicht zur Einrichtung einer unabhängigen Compliance-Stelle verpflichtet, wenn die Einrichtung einer solchen Stelle angesichts der Größe der KVG oder der Art, des Umfangs oder der Komplexität ihrer Geschäfte unverhältnismäßig wäre. Auch ist Einrichtung einer Revisionseinheit bei kleinen KVG entbehrlich, wenn Aufgaben der internen Revision von einem Geschäftsleiter erfüllt werden. Die Vorgaben für Auslagerungen sind dagegen von registrierten KVG nicht zu beachten.

EVALUATE

PLAN



Die besonderen Mindestanforderungen enthalten Konkretisierungen für das Risikomanagement von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Geld Darlehen vergeben. Die entsprechenden Vorgaben waren notwendig geworden, nachdem die Darlehensvergabe für Rechnung eines AIF im Rahmen der Änderungen durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz grundsätzlich erlaubt, aber von der Voraussetzung einer adäquaten Geschäftsorganisation abhängig gemacht worden war. Die KVG hat für solche Geschäfte eine Funktionstrennung zwischen Markteinheit (Fondsmanagement) und Marktfolge zu gewährleisten, wobei auch hier kleinen AIF-KVG Erleichterungen eingeräumt werden. Weiterhin werden Anforderungen an die Prozesse für die Darlehensgewährung, die Weiterbearbeitung der Geschäfte, die Intensivbetreuung sowie Sanierungsfälle konkretisiert.

Die Erläuterungen stellen schließlich auch klar, wie sich das **Konkurrenzverhältnis** der Regelungen der KAMaRisk zu den Vorgaben der **MaRisk** für Banken und den Mindestanforderungen an die Compliance (**MaComp**) darstellt, wenn zugelassene KVG neben der kollektiven Vermögensverwaltung Nebendienstleistungen erbringen, die unter die Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) fallen.



Auszug Publikationen

Fachbeiträge / Interviews 2015 + 2016

AUSZUG FACHBEITRÄGE / INTERVIEWS 2015

Kleinanlegerschutzgesetz

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und
RAin Christina Gündel
in: **kapital-markt intern, Special KleinAnlSchG**,
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

Auswirkungen der KAGB-Regulierung auf den Cleantech-Bereich

Autor: RA Dr. Matthias Gündel
in: **KREDIT & RATING PRAXIS** Ausgabe 02/2015,
20. April 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?“

AUSZUG FACHBEITRÄGE / INTERVIEWS 2016

Schwarmfinanzierung für Immobilien – 15 Monate nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes

Autor: RA Dr. Matthias Gündel und
RAin Christina Gündel
in: **GoingPublic Magazin**,
Ausgabe Dezember 2016, S. 58f.

Finanzmarktnovellierung – 2. FiMaNoG

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel
in: **EXXECNEWSLEGAL**, Beilage 08,
Ausgabe 24, 21. November 2016

ECOreporter.de, 18. November 2016

Interview mit RA Dr. Matthias Gündel
zum Thema „Überarbeitung der europäischen
Prospektrichtlinie - Wird es günstiger, Aktien
und Anleihen zu emittieren?“

MiFID und MiFIR: Verschärfung der Dokumentationspflichten für die WpHG- und GewO-regulierten Finanzvertriebe

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel
in: **EXXECNEWS Spezial** Nr. 16/17, 15. August 2016

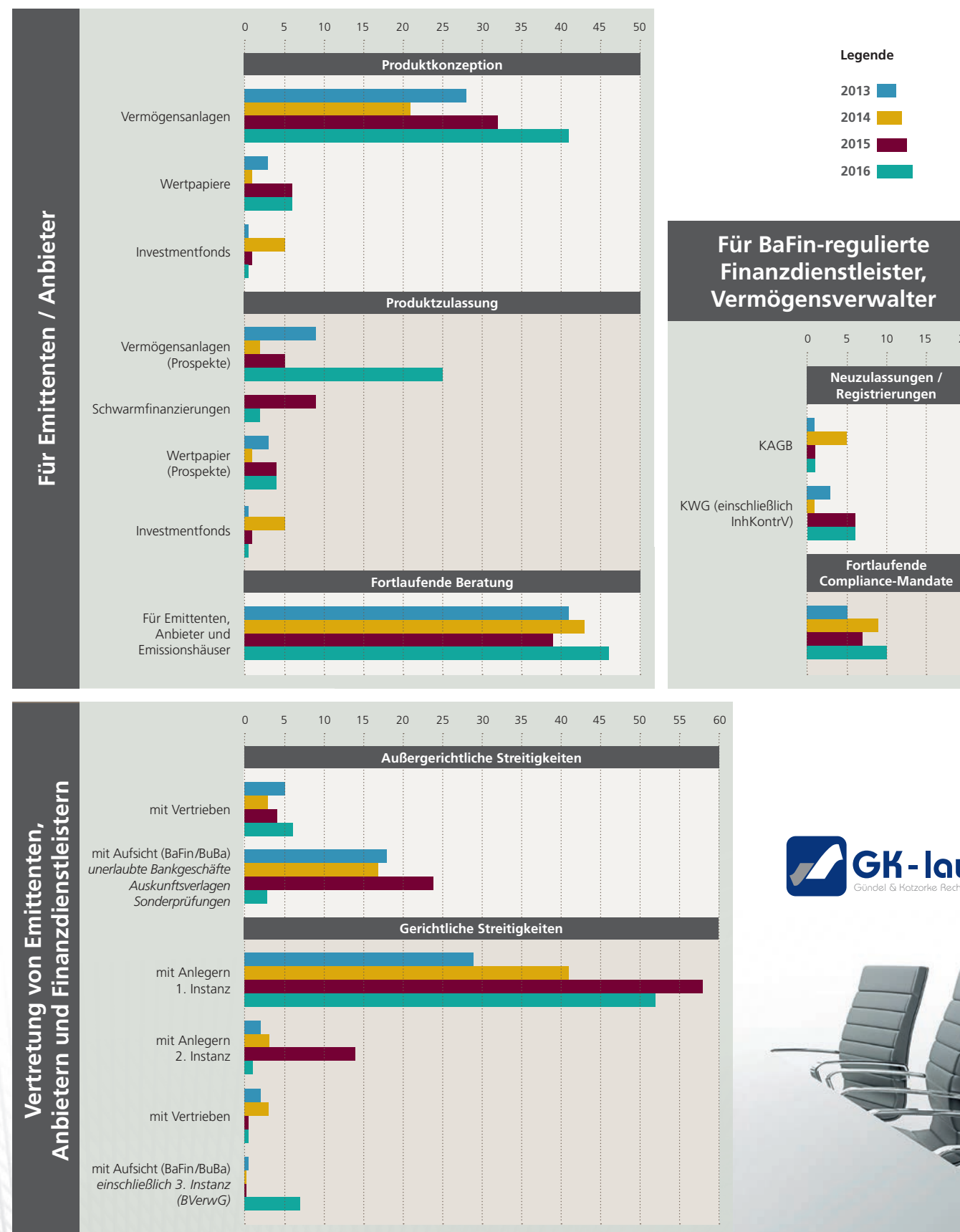
IT dominiert: Die Umsetzung der zweiten Zahlungsdiensterichtlinie

Autoren: RA Dr. Matthias Gündel und
RAin Christina Gündel
in: **GoingPublic Magazin Special Kapitalmarktrecht**
Ausg. Mai 2016



Auszug Leistungsbilanz

2013 - 2016





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
Internet: 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: 15. Dezember 2016