

## **Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“**

Rechtsanwalt und Notar Dr. Klaus-R. Wagner\*

**Das „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ – das so genannte AnsFuG vom 5. 4. 2011 – ein Artikelgesetz – ist am 7. 4. 2011 im Bundesgesetzblatt (BGBl I, 538) veröffentlicht worden und in Teilen am 8. 4. 2011 in Kraft getreten. Der so genannte Graue Kapitalmarkt wurde dort nicht einbezogen. Als Ergänzung dazu hat am 6. 4. 2011 das Bundeskabinett einen Gesetzentwurf zur „Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ – das so genannte Graumarkt-Gesetz – verabschiedet. Dieses spricht den Anlegerschutz im Bereich des Grauen Kapitalmarkts an. Insbesondere von diesem Gesetzentwurf soll hier die Rede sein.**

### **I. Einleitung**

Zutreffend hat *Habersack*<sup>1</sup> unter Hinweis auf grundlegende Ausführungen von *Hopt*<sup>2</sup> darauf hingewiesen, dass das Kapitalmarktrecht und Anlegerschutzrecht sich zu einem großen und bedeutenden Rechtsgebiet mit zahlreichen Teildisziplinen entwickelt haben. Bestätigt wird dies durch verstärkte Regulierungstendenzen des Gesetzgebers und zwar nicht nur für den regulierten Kapitalmarkt sondern auch für den bisher weitgehend unregulierten so genannten Grauen Kapitalmarkt. Ziel dieser gesetzgeberischen Aktivitäten ist es, Informationspflichten der Anbieterseite so zu gestalten, dass Anlegern eine Anlageentscheidung auf der Grundlage von Informationen ermöglicht wird<sup>3</sup>. Diese Informationen sollen dem Anleger nicht nur eine Einschätzung von Produktrisiken ermöglichen, sondern auch Interessenkonflikte der Anbieterseite offenlegen<sup>4</sup>.

Das den geregelten Kapitalmarkt betreffende Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) einerseits und das beabsichtigte so genannte Graumarkt-Gesetz andererseits zielen darauf ab, einen effektiveren Anlegerschutz zu erreichen. Dies geschieht dadurch, dass der geregelte und graue Kapitalmarkt stark reguliert und der Anbieter- und Kapitalanlagevertriebsseite eine Vielzahl noch darzustellender Pflichten auferlegt werden. Soweit für den geregelten Markt bereits in den vergangenen Jahren Regulierungen verstärkt wurden, führte dies dazu, dass z. B. Bankberater ihr Verhalten grundlegend änderten. Nur noch in 1% aller befragten Fälle bildete das Thema Geldanlage den Schwerpunkt von Gesprächen zwischen Bankberatern und Anlageinteressenten<sup>5</sup>; Bankberater empfahlen eher sichere, dafür aber renditeschwache, Produkte (z. B. Festgeld oder Riester-Rente). Ferner wurde geäußert, die Anlegerschutzgesetze hätten eine Überregulierung zur Folge, die den Markt strangulierten, indem z. B. abnehmende Aktienempfehlungen zur Folge hätten, dass Teile von Kunden von der Aktienanlage ausgeschlossen würden<sup>6</sup>. Dem steht die These entgegen, durch stärkere Regulierungen könnte das Vertrauen von Anlegern z. B. im so genannten Grauen Kapitalmarkt zurückgewonnen werden und dadurch der Finanzplatz Deutschland gestärkt werden<sup>7</sup>.

Anlegerschutz setzt aber auch voraus, dass Anleger ihrer Obliegenheit entsprechen, zur Verfügung gestellte Informationen auch zu verarbeiten, bevor sie Anlageentscheidungen treffen<sup>8</sup>. Davon ist in dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz und dem beabsichtigten so genannten Graumarkt-Gesetz nicht die Rede. Denn was nutzen noch so viele Informationspflichten, wenn gegebene Informationen von der Anlegerseite nicht verarbeitet werden. Und so stellt sich bereits jetzt die Frage, was das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz für den geregelten Kapitalmarkt und das beabsichtigte so genannte Graumarkt-Gesetz vor dem Hintergrund dieser bereits vorhandenen Erkenntnisse leisten werden. Ist eine immer stärkere Regulierung mit immer mehr Informationspflichten (Prospekt, Informationsbeiblatt, Beratungsprotokoll) für Anleger, die von diesen nicht verarbeitet werden, der richtige Weg für mehr Anlegerschutz?

### **II. Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)**

Dieses den geregelten Markt betreffende Artikel-Gesetz hat Neuerungen im WpHG, WpÜG, InVG, in der WpÜG-AngebotsVO, WpDVerOV sowie in der WpAIV gebracht. Der Graue Kapitalmarkt wurde nicht einbezogen. Folgende Neuerungen im WpHG sind erwähnenswert, die zum Gegenstand haben, die Qualität der Anlageberatung zu verbessern und Privatanleger vor Falschberatung zu schützen:

Neben einem Prospekt und einem Beratungsprotokoll (§ 34 II a WpHG) muss künftig im Falle einer Anlageberatung dem

Wagner: Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“ (NZG 2011, 609)

Kunden – nicht jedoch professionellen Kunden (§ 31 IX WpHG) – rechtzeitig vor Abschluss des Geschäfts ein kurzes und verständliches Informationsfaltblatt zur Verfügung gestellt werden (§ 31 III a WpHG<sup>9</sup>),<sup>10</sup> in der Öffentlichkeit „Beipackzettel“ genannt. Es handelt sich um eine Erweiterung der bisher schon vorhanden gewesenen Informationspflicht gem. § 31 III WpHG. Es ist bereits jetzt absehbar, dass Begriffe wie „rechtzeitig“ bzw. „verständlich“ bis zur endgültigen Klärung durch die Gerichte streitanfällig sein werden. Der Inhalt und Aufbau der Informationsblätter wird in einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung geregelt werden (§ 31 XI Nr. 2 a WpHG<sup>11</sup>). Das Informationsblatt soll der Information und nicht der Werbung dienen. Es hat „insbesondere“ über die Art des Finanzinstruments, dessen Funktionsweise, die damit verbundenen Risiken, die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter unterschiedlichen Marktbedingungen und über die mit der Anlage verbundenen Kosten zu informieren. Zugleich soll das Informationsblatt dem Anlageinteressenten einen Vergleich mit anderen Finanzinstrumenten ermöglichen<sup>12</sup>. Verstöße gegen § 31 III a WpHG sind einerseits aufsichtsrechtlich einzuordnen und bußgeldbewehrt und sollen andererseits nach der Vorstellung des Gesetzgebers zivilrechtlich bzw. haftungsrechtlich als Schutzgesetzverletzung i. S. des § 823 II BGB zu qualifizieren sein<sup>13</sup>.

§ 31 IV WpHG regelte auch bisher schon die Verpflichtung des Anlageberatung betreibenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, vorab ein Anlegerprofil zu erstellen, an dem sich die eigene Anlageempfehlung auszurichten hat. Dies wird nun dahingehend erweitert, dass in § 31 IV a WpHG eigens normiert wurde, dass nur solche Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfohlen werden dürfen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind.

In § 33 I 2 Nr. 3 a WpHG wird Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Pflicht gemacht, dauerhaft wirksame Vorkehrungen für Maßnahmen zu treffen, die einerseits Interessenkonflikte erkennbar werden lassen und Beeinträchtigungen von Kundeninteressen vermeiden. Durch den neuen § 33 I 2 Nr. 3 a WpHG<sup>14</sup> wird diese gesetzliche Regelung dahingehend erweitert, dass auch Vertriebsvorgaben derart ausgestaltet, umgesetzt und überwacht werden müssen, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden. Wie dies in einer Weise transparent geschehen soll, dass die Aufsicht einerseits und Anleger andererseits dies sollen überprüfen können, ist unklar.

§ 34 d WpHG gilt erst ab dem 1. 11. 2012. Soweit Wertpapierdienstleistungsunternehmen Mitarbeiter mit der Anlageberatung betrauen, müssen diese dafür sachkundig und zuverlässig sein (§ 34 d I 1 WpHG)<sup>15</sup>. Diese Anforderungen gelten auch für von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen eingeschaltete Vertriebsbeauftragte (§ 34 d II 1 WpHG) und Compliance-Beauftragte (§ 34 d III 1 WpHG). Bevor solche Mitarbeiter, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Mitarbeiter ihre Tätigkeit für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufnehmen, müssen sie vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen der BaFin gemeldet werden (§ 34 d I 2 WpHG)<sup>16</sup>. Auch Beschwerden gegen diese Mitarbeiter sind der BaFin anzuzeigen (§ 34 d I 4 WpHG). Die BaFin hat die Möglichkeit, die Tätigkeit solcher Personen zu untersagen, wenn sie entweder die gesetzlich geforderten Voraussetzungen nicht erfüllt haben oder gegen gesetzliche Vorgaben verstoßen haben (§ 34 d IV WpHG). Das Nähere soll eine Rechtsverordnung regeln (§ 34 d VI WpHG).

### III. Entwurf eines Gesetz zur Novellierung des Finanz-anlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts

Dieser Gesetzentwurf ist, wie schon das AnsFuG, als Artikelgesetz konzipiert. Neben dem Entwurf eines neuen Gesetzes über Vermögensanlagen (so genanntes Vermögensanlagen-Gesetz –VermAnlG-E) spricht der Gesetzentwurf Änderungen im WpHG, KWG, WpPG, InvG und in der WpÜG-Angebotsverordnung an, von denen diejenigen hier vorgestellt werden sollen, die auch mit dem Anlegerschutz am Grauen Kapitalmarkt zu tun haben. In der Zielbeschreibung dieses Gesetzentwurfs wird daran erinnert, dass die Finanzkrise das Vertrauen der Finanzmärkte erschüttert habe. Dazu haben aber Anbieter bzw. Kapitalanlagevertriebe des Grauen Kapitalmarktes nicht beigetragen<sup>17</sup>. Andererseits ist es bei geschlossenen Fonds durchaus zu Problemfällen gekommen, was die Wirtschaftswoche veranlasst hat, in einem Beitrag jüngst übertrieben reißerisch von der wohl schlechtesten Geldanlage der Welt zu titeln<sup>18</sup>. Bei all dem wird übergangen, dass es in einer Vielzahl von Fällen staatliche Institutionen selbst waren bzw. sind, die in Anlageprodukte des Grauen Kapitalmarktes investierende Anleger massiv bzw. existenziell benachteiligt haben bzw. beeinträchtigen<sup>19</sup>.

Ungeachtet dessen wird mit dem vorgesehenen „Gesetz[entwurf] zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ für den Bereich des Grauen Kapitalmarkts erstmals eine Regulierung dieses bisher weitgehend unregulierten Marktsegments vorgenommen<sup>20</sup>. Damit endet ein weitgehend unreglementierter Graumarkt und wird durch einen weiteren regulierten Kapitalmarkt ersetzt, womit Folgendes beabsichtigt ist: Die von der BaFin durchzuführende Prospektprüfung soll sich auch darauf erstrecken, ob Prospektaussagen widerspruchsfrei und

kohärent sind. Anbietern von Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes wird auferlegt, dem Anlageinteressenten zu dem veröffentlichten Prospekt eine Kurzinformation zur Verfügung zu stellen. Und der Emittent hat jährlich zu seinem Jahresabschluss den Anleger über den Wert der Vermögensanlage zu informieren. Ferner werden die Vertriebsanforderungen erhöht, indem die Anlagevermittler und Anlageberater von Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes der Aufsicht der Gewerbeaufsichtsbehörden der Länder unterstellt werden. Sie bedürfen einer gewerberechtl. Erlaubnis, müssen ihre Sachkunde bzw. Berufsqualifikation nachweisen und bedürfen einer Berufshaftpflichtversicherung. Die Prospekthaftungsvoraussetzungen werden gesetzlich geregelt.

Wagner: Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“ (NZG 2011, 609)

611 ▲



## 1. Entwicklungsgeschichte

Ziel des „Gesetzes[entwurfs] zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ war es ursprünglich in einem Diskussionsentwurf des BMF vom Mai 2010<sup>21</sup> u. a., die bisherigen gesetzlichen Regelungen zum Anlegerschutz im WpHG und KWG (zur anlegergerechten Beratung, Offenlegung von Provisionen und Beraterprotokoll) auf den so genannten Grauen Kapitalmarkt zu erstrecken. Weil jedoch in dem am 22. 9. 2010 vom Bundeskabinett verabschiedeten Gesetzentwurf<sup>22</sup> diesbezügliche Regelungen betreffend den Grauen Kapitalmarkt fehlten, beanstandete dies der Bundesrat in seiner Stellungnahme vom 5. 11. 2010<sup>23</sup>. In dem nunmehr am 18. 3. 2011 in Kraft getretenen Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz sind gesetzgeberische Maßnahmen betreffend den Grauen Kapitalmarkt nicht berücksichtigt<sup>24</sup>. Dies wohl deshalb, weil der damit zusammenhängende Regelungsumfang zu komplex ist. Statt dessen hat man sich entschlossen, in einem am 6. 4. 2011 seitens des Bundeskabinetts verabschiedeten Gesetzentwurf zur „Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerecht“ den Anlegerschutz des so genannten Grauen Kapitalmarktes mit zu regeln. Ziel dieses Gesetzesvorhabens sollen einerseits eine schärfere Produktregulierung und erhöhte Anforderungen an den Kapitalanlagevertrieb und andererseits Erleichterungen bei der Geltendmachung von Prospekthaftungsansprüchen sein.

Das Verkaufsprospektgesetz soll durch Art. 2 des „Gesetz(es) zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts“ aufgehoben werden und den Grauen Kapitalmarkt betreffende Prospektanforderungen in diesem neuen Gesetz geregelt werden.

## 2. Gesetzesinhalt betreffend den Grauen Kapitalmarkt

Die Richtlinie Markets in Financial Instruments Directive (MiFiD) vom 21. 4. 2004 (2004/39/EG) – so genannte Finanzmarkttrichtlinie – richtet sich an die geregelten Märkte und Wertpapierfirmen, nicht jedoch an den freien bzw. Grauen Kapitalmarkt. Soweit mithin mit dem „Gesetz[entwurf] zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerecht“ eine Regulierung des bisher unregulierten Grauen Kapitalmarktes vorgenommen wird, kann es nicht um eine Transformation sondern allenfalls um eine partielle Wirkungserstreckung der MiFiD gehen<sup>25</sup>.

Für Segmente des Grauen Kapitalmarktes (= nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes verbriefte Unternehmensergebnisbeteiligungen, Anteile an geschlossenen Fonds – ohne dass diesbezüglich eine rechtsformbedingte Eingrenzung erfolgt –, Treuhandbeteiligungen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen [§§ 1 II VermAnlG-E]<sup>26</sup>) soll ein Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) in Kraft treten. Für die Angebote solcher Vermögensanlagen soll die BaFin die Aufsicht ausüben (§ 3 VermAnlG-E). Diese soll auch bezüglich einzureichender Verkaufsprospekte eine Vollständigkeitsprüfung einschließlich der Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit durchführen und über die Billigung des Verkaufsprospekts entscheiden (§ 8 I VermAnlG-E), wie auch ein solcher Prospekt nebst Informationsblatt bei der BaFin zu hinterlegen ist (§ 14 VermAnlG-E). Die BaFin kann ferner Werbung, Veröffentlichungen des Verkaufsprospekts und öffentliche Angebote untersagen (§§ 16 – 18 VermAnlG-E).

Dagegen wird all das, was den Kapitalanlagevertrieb betrifft, der staatlichen Aufsicht der Gewerbeämter der Länder unterstellt (Art. 5 Nr. 1. b des „Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts“) und wird dann in neu zu normierenden §§ 34 f, 34 g GewO geregelt.

### a) Pflichten für Anbieter von Vermögensanlagen

Für Anbieter von Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes besteht eine gesetzliche Prospektspflicht (§ 6 VermAnlG-E)<sup>27</sup>. Ferner wird vorgegeben, wie der tatsächliche und rechtliche Inhalt des Verkaufsprospekts auszusehen hat (§ 7 VermAnlG-E)<sup>28</sup> um damit dem Anleger zu ermöglichen, selbst eine zutreffende Beurteilung des Emittenten der Vermögensanlage und der Vermögensanlage vornehmen zu können (§ 7 II 1 VermAnlG-E). Näheres soll in einer Rechtsverordnung geregelt werden (§ 7 III VermAnlG-E)<sup>29</sup>. Im Falle von Treuhandbeteiligungen sind im Prospekt

auch Angaben zum Treuhänder zu machen (§ 7 I 2 VermAnlG-E). Im Prospekt ist auf eine Haftungseinschränkung hinzuweisen, wonach für den Fall von Prospektfehlern Haftungsansprüche nur dann bestehen, wenn die Vermögensanlage während der Dauer des öffentlichen Angebots und innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot im Inland erworben wurde.

Ein Prospekt darf erst nach Billigung durch die BaFin veröffentlicht werden, der eine Vollständigkeitsprüfung und eine Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit durch die BaFin vorausgehen hat (§ 8 I VermAnlG-E)<sup>30</sup>. Die inhaltliche Richtigkeit des Prospekts, z. B. auf Grund eines vorzulegenden Wirtschaftsprüfergutachtens nach dem Standard IDW S 4, wird von der BaFin nach wie vor nicht geprüft, worauf im Prospekt hinzuweisen ist (§ 7 II VermAnlG-E). Wie eine solche Veröffentlichung vorzunehmen ist, wird gesetzlich detailliert geregelt (§ 9 bis § 12 VermAnlG-E)<sup>31</sup>. Prospekt und Informationsblatt müssen vom Anbieter bei der BaFin hinterlegt werden (§ 14 VermAnlG-E).

Neben dem Verkaufsprospekt muss seitens des Anbieters vor Beginn des öffentlichen Angebots zusätzlich ein maximal drei DIN-A4-Seiten umfassendes so genanntes „Vermögensanlagen-Informationsblatt“ erstellt werden, das einer ständigen Aktualisierungspflicht unterliegt (§ 13 I, V VermAnlG-E<sup>32</sup>). Näheres soll eine Rechtsverordnung regeln (§ 13 VI VermAnlG-E). Dieses Informationsblatt soll in leicht verständlicher Weise das Publikum über die Art der Vermögensanlage, die Anlagestrategie bzw. -politik und die Anlageobjekte, die Risiken, die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen und die mit der Anlage verbundenen Kosten und Provisionen informieren (§ 13 II VermAnlG-E). Ferner muss dieses Informationsblatt weitere in § 13 III VermAnlG-E vorgegebene Hinweise enthalten. Bedenkt man, dass dies alles auf maximal drei DIN-A4-Seiten aufzuführen ist, wird es schwer bis kaum möglich sein, der Normvorgabe des § 13 IV VermAnlG-E zu folgen,

Wagner: Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“ (NZG 2011, 609)

612 ▲



dies müsse alles für den Anleger kurz und allgemein verständlich, redlich und eindeutig sein, dürfe nicht irreführend sein etc. Die Haftungsrisiken (§ 23 I VermAnlG-E<sup>33</sup>) sind als hoch einzuschätzen. Dieses Informationsblatt unterliegt keiner Prüfung durch die BaFin, worauf der Anleger hinzuweisen ist (§ 13 III Nr. 2 VermAnlG-E).

Der Anbieter hat dem Anlageinteressenten auf dessen Verlangen bzw. Antrag den Verkaufsprospekt, eine aktuelle Fassung des Informationsblattes und den letzten veröffentlichten Jahresabschluss samt Lagebericht des Emittenten zur Verfügung zu stellen (§ 15 VermAnlG-E)<sup>34</sup>.

#### **b) Pflichten von Emittenten**

Emittent von Vermögensanlagen ist die Gesellschaft, deren Anteile als Vermögensanlagen öffentlich angeboten werden (§ 1 III VermAnlG-E). Diese Emittenten müssen mit der Einreichung des Jahresabschlusses den Anlegern den Wert ihrer Vermögensanlage mitteilen (§ 16 VermAnlG-E)<sup>35</sup>. Dies alles gilt auch im Falle von Treuhandbeteiligungen (§ 16 VermAnlG-E). Vorgaben zum Jahresabschluss und Lagebericht des Emittenten sind in den §§ 24 bis 26 VermAnlG-E detailliert geregelt.

#### **c) Einschränkungen**

Durch den Gesetzentwurf nicht geschützt werden sollen allerdings u. a. solche Anleger, die Anteile zum jeweiligen Preis von mindestens 200 000 Euro erwerben (§ 2 Nr. 3 c VermAnlG-E). Ferner sollen die §§ 6 bis 26 VermAnlG-E keine Anwendung finden auf erstmals vor dem 1. 7. 2005 veräußerte und nach dem 1. 7. 2005 am Markt öffentlich angebotene Vermögensanlagen, z. B. im Bereich des organisierten Zweitmarktes.

Soweit in § 2 Nr. 5. VermAnlG-E davon die Rede ist, die §§ 6 – 26 VermAnlG-E würden keine Anwendung finden auf Vermögensanlagen, die *Teil* eines Angebots seien, für das im Inland bereits ein Verkaufsprospekt veröffentlicht worden sei, soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass bei dieser Prospektveröffentlichung die Vorgaben der §§ 6 bis 26 VermAnlG-E beachtet wurden, andernfalls die BaFin die Befugnis hätte, das öffentliche Angebot untersagen zu können (§ 19 VermAnlG-E).

#### **d) Prospekthaftung**

Seit am 1. 7. 2005 gem. Art. 2 AnSVG der Abschnitt IIIa in das Verkaufsprospektgesetz („Prospektpflicht für Angebote anderer Vermögensanlagen“) eingeführt wurde, bestand eine gesetzliche Regelung für eine gesetzliche Prospektpflicht nebst spezialgesetzlichen Haftungsregelungen auch für geschlossene Fonds. Das Verkaufsprospektgesetz soll nunmehr durch Art. 2 des „Gesetz(es) zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts“ aufgehoben werden. Stattdessen soll es bei fehlerhaften bzw. fehlenden Prospekten bzw. Informationsblättern bei Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes in den §§ 21 bis 23 VermAnlG-E neue

gesetzliche Regelungen geben.

Gesetzlich geregelt werden soll, dass der Erwerber der Vermögensanlage in solchen Fällen die Übernahme der Vermögensanlage gegen Erstattung des Erwerbspreises sowie der mit dem Erwerb üblichen Kosten verlangen kann (§§ 21 I 1, 22 I 1, 23 I 1 VermAnlG-E). Eine Haftung wegen fehlerhaftem bzw. fehlendem Prospekt und unrichtigem Informationsblatt kann nicht im Voraus ermäßigt oder erlassen werden (§§ 20 VI 1, 21 VI 1, 22 VI 1 VermAnlG-E). Kurze Sonderverjährungsfristen im Prospekthaftungsrecht soll es nicht mehr geben.

### e) Bußgeldbewehrung

Wer vorsätzlich oder leichtfertig gegen die vorgenannten Vorgaben verstößt, handelt ordnungswidrig (§§ 29 bis 31 VermAnlG-E).

### f) Finanzanlagenvermittler, Finanzanlagenberater

Vermögensanlagen i. S. des § 1 II VermAnlG-E und damit u. a. auch Treuhandbeteiligungen und Beteiligungen an geschlossenen Fonds werden als Finanzinstrumente i. S. des § 2 II b WpHG qualifiziert (Art. 3 Nr. 1 des „Gesetzes[entwurfs] zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts“<sup>36</sup>). Dies führt dazu, dass z. B. diejenigen, die die Vermittlung von Anteilen an geschlossenen Fonds betreiben, Wertpapierdienstleistungsunternehmen i. S. des § 2 III WpHG sind, weshalb vertreten wird, dass beim Vertrieb von Anteilen an geschlossenen Fonds eine Komplettanwendung des WpHG die Folge sei<sup>37</sup>. Davon ausgenommen sind auf Grund der Bereichsausnahme des § 2 a I Nr. 7 WpHG-E freie Vermittler. Obwohl mithin freie Finanzanlagenvermittler bzw. -berater, die Treuhandbeteiligungen und Anteile an geschlossenen Fonds vermitteln, damit Finanzinstrumente vermitteln, richten sich deren Erlaubnisvoraussetzungen und -pflichten nach den neuen §§ 34 f, 34 g GewO (Art. 5 Nr. 1 b des „Gesetzesentwurfs zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts“) wie z. B. für Personen, die Anteile an geschlossenen Fonds vermitteln wollen bzw. Anlageberatung betreiben, nachlesbar (§ 34 f I Nr. 1 bund c sowie Nr. 2 GewO<sup>38</sup>). Diese bedürfen dazu der Erlaubnis der zuständigen Behörde (§ 34 f I 2 GewO). Und die Erteilung einer solchen Erlaubnis setzt wiederum u. a. eine erforderliche persönliche Zuverlässigkeit (§ 34 f II Nr. 1. GewO) sowie das Leben in geordneten Vermögensverhältnissen voraus (§ 34 f II Nr. 2 GewO<sup>39</sup>) wie auch eine Berufshaftpflichtversicherung bzw. eine adäquate Kapitalausstattung nachgewiesen worden sein muss (§ 34 f II Nr. 3 GewO). Bisher ist nicht bekannt geworden, wie die Berufshaftpflichtversicherungen damit umgehen werden. Außerdem muss die entsprechende Person durch eine bei der IHK abgelegte Prüfung nachgewiesen haben, dass sie die erforderliche Sachkunde über die fachlichen und rechtlichen Grundlagen sowie die Kundenberatung besitzt, um eine Vermittlung bzw. Beratung von Finanzanlagen durchführen zu können (§ 34 f II Nr. 4 GewO). Näheres muss durch Rechtsverordnung geregelt werden, wobei in § 34 g GewO umfangreich vorgegeben wird, was alles Gegenstand dieser Rechtsverordnung zu sein hat.

## 3. Einschätzung

Erklärtes gesetzgeberisches Ziel ist es, hinsichtlich der Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten ein Anlegerschutzniveau zu erreichen, das dem Abschnitt 6 des WpHG vergleichbar sein soll (§ 34 g I 3 GewO). Am Grauen Kapitalmarkt wird der Verwaltungsaufwand samt damit verbundenen Kosten für Anbieter von Vermögensanlagen, Anlageberater und Anlagevermittler sowie bei Emittenten erheblich

Wagner: Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“ (NZG 2011, 609)

613 ▲  
▼

steigen. In Anbetracht der beabsichtigten neuen gesetzlichen Regelungsdichte, die durch die noch zu erwartende(n) Rechtsverordnung(en) erheblich erweitert wird, sowie der Probleme im Zusammenhang mit Übergangsregelungen und das Abgleichen vorhandener Rechtsprechung zu bekannten Problemen und neuen gesetzlichen Regelungen, wird dies Gerichte verstärkt beschäftigen, ohne dass kurzfristig ein zahlenmäßiges Abnehmen von Anlegerprozessen zu erwarten sein wird. Im Gegenteil. Dass jede Kapitalanlage, auch die des Grauen Kapitalmarktes, für Anleger ein unternehmerisches Risiko in sich trägt, die auch die Selbstverantwortung von Kapitalanleger und der von diesen hinzugezogenen Berater anspricht, sollte diesen bewusst bleiben, denn diese Selbstverantwortung bzw. Obliegenheit wird ihnen auch durch dieses neue Gesetzesvorhaben nicht genommen.

## IV. Fazit

Der Graue Kapitalmarkt verdankt seine Bezeichnung im Gegensatz zum geregelten Kapitalmarkt dem Umstand, bisher gesetzlich im Wesentlichen unreglementiert gewesen zu sein. An die Stelle des Gesetzgebers trat die Rechtsprechung. Dies ändert sich nunmehr grundlegend, indem auch der so genannte Graue Kapitalmarkt gesetzlich weitergehend reguliert wird. Dies mit dem erklärten Ziel, hinsichtlich der Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten

ein vergleichbares Anlegerschutzniveau wie im WpHG zu erreichen. Eine abschließende Würdigung des Gesetzesvorhabens wird erst dann möglich sein, wenn die endgültige Gesetzesfassung und die zugehörige Rechtsverordnung bekannt sind.

Es wird damit zu rechnen sein, dass die Anzahl von Anlegerprozessen zunehmen statt abnehmen wird. Nicht weil Anbieter von Vermögensanlagen bzw. Kapitalanlagevertriebe des Grauen Kapitalmarktes den neuen Gesetzesvorgaben, so sie Gesetz würden, die Gefolgschaft versagen würden, sondern weil man sich auf die vorgesehenen gesetzlichen Regelungen erst noch einstellen muss. Dabei sind derzeit zahlreiche Rechtsfragen (noch) ungeklärt, für die die Rechtsprechung insbesondere des *BGH* erst in Jahren Antworten geben kann, die dann jedoch rückwirkend angewandt werden. Anbieter von Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarktes und in diesem Marktsegment tätige Kapitalanlagevertriebe werden mithin nicht umhin kommen, diesbezüglich kontinuierliche rechtliche Unterstützung in Anspruch zu nehmen, sei es beratend oder in der Prozessvertretung. Für im Kapitalanlagerecht tätige Anwälte auf Anleger- und Anbieterseite wird viel zu tun sein und bleiben.

---

\* Der Autor ist Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht und Notar in eigener Praxis in Wiesbaden.

1 *Habersack*, in: Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung 31, 2011, S. 3, 4.

2 *Hopt*, WM 2009, 1873.

3 *Habersack*, in: Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung 31, 2011, S. 3, 12.

4 Zum Umgang mit Interessenkonflikten am Beispiel vergütungsbezogener Aufklärungspflichten s. *Habersack* in: Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung 31, 2011, S. 3, 14, sowie zur diesbezüglichen Haftungsrechtsprechung des *BGH* betreffend Kapitalanlagevertriebe s. *Ellenberger*, in: Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung 31, 2011, S. 37 ff.

5 *Drost*, Handelsblatt vom 3. 3. 2011, S. 32 f., unter Hinweis auf eine Studie des Instituts „Qualitätsatlas Retailbanking“ 2010.

6 *Drost*, Handelsblatt vom 3. 3. 2011, S. 33.

7 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226.

8 *Müller-Christmann*, DB 2011, 749 (751)

9 BGBI I 2011, 538, 539: Art. 1 Nr. 6. b.

10 *Balzer*, Banken-Times 05/2011, S. 25, 26; *Voß*, BB 2010, 3099.

11 BGBI I 2011, 538, 539: Art. 1 Nr. 6. e bb.

12 *Voß*, BB 2010, 3099 (3100).

13 *Balzer*, Banken-Times 05/2011, S. 25, 26.

14 BGBI I 2011, 538, 539: Art. 1 Nr. 8.

15 BGBI I 2011, 538, 539: Art. 1 Nr. 9. Dazu *Halbleib*, WM 2011, 673; *Voß*, BB 2010, 3099 (3100 f.).

16 *Balzer*, Banken-Times 05/2011, 25, 26; *Voß*, BB 2010, 3099 (3101).

17 Zu den Ursachen der Finanzmarktkrise *Liebscher/Ott*, NZG, 2010, 841 (842).

18 *Gerth/Hoyer/Schönwitz/Schwerdtfeger*, Wirtschaftswoche vom 4. 4. 2011, S. 110.

19 Zur rückwirkenden Aberkennung von Grunderwerbsteuerfreiheit, Vorsteuerabzugsberechtigung und Werbungskostenabzug bei Bauherrenmodellen: *Wagner*, DStR 1996, 569 und 609; *Wagner/Wahl*, BB 1996, 1637. Zur rückwirkenden steuerlichen Benachteiligung bei Medienfonds: *Wagner*, ZSteu 2008, 330. Zur Nichtgewährung der Anschlussförderung bei Berlin-Fonds mit rückwirkender Abschaffung der Vertrauensschutzrechtsprechung durch den *BGH*: *Wagner/Loritz*, WM 2009, 2149.

20 In diese Richtung bereits *Wagner*, Wie könnte die Zukunft des freien Kapitalanlagemarktes aussehen?, in: Jahrbuch Geschlossene Fonds 2006/2007, S. 100 ff. Zur Wirkungserstreckung einer Richtlinie s. ferner *Maifeld*, in: *Gebauer/Wiedemann*, ZivilR unter Europäischem Einfluss, 2005, Kap. 12 Rdnrn. 17 ff.

21 Dazu *Liebscher/Ott*, NZG 2010, 841 (846).

22 Dazu *Sethe*, ZBB 2010, 265; *Voß*, BB 2010, 3099.

23 BR-Dr 584/10.

24 *Müller-Christmann*, DB 2011, 749 (754).

25 *Wagner*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2006/2007, S. 100 f.

26 Die Definition folgt § 8 f I VerkProspG. Zu § 1 II Nr. 1 VermAnlG-E-E würde auch die von *Loritz* ins Gespräch gebrachte Immobilien-Anleihe als zeitgemäße Alternative zu geschlossenen Fonds gehören. S. *Loritz*, in: *Schmider/Wagner/Loritz*, Hdb. d. Bauinvestitionen und Immobilienkapitalanlagen (HdB), 03/2011, Fach 0309.

27 Tritt an die Stelle des bisherigen § 8 f I VerkProspG.

28 Tritt an die Stelle des bisherigen § 8 g VerkProspG.

- 29 Tritt an die Stelle des bisherigen § 8 g II und III VerkProspG.
- 30 Tritt an die Stelle des bisherigen § 13 WpPG; dazu *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1230 f.).
- 31 § 9 VermAnlG-E-E tritt an die Stelle des bisherigen § 9 VerkProspG.
- 32 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1231).
- 33 Angelehnt an §§ 44, 45 II Nr. 5 BörsG a. F. = §§ 21, 23 II Nr. 5 WpPG sowie § 127 II InvestmG.
- 34 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1232).
- 35 Ähnlich Erwägungsgrund 46 der MiFiD. Dazu *Wagner*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2006/2007, S. 100, 103.
- 36 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1229).
- 37 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1229).
- 38 Ähnlich Erwägungsgrund 3 der MiFiD und Art. 5 I und III, Art. 6 der MiFiD. Dazu *Wagner*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2006/2007, S. 100, 103
- 39 Ähnlich Art. 9 der MiFiD. Dazu *Wagner*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2006/2007, S. 100, 103