

# Nachhaltige Finanzanlage? Kapitalmarktwettbewerb und die Regulierung des „Grauen Kapitalmarktes“

Eric Engle\*

## A. Einleitung

Der deutsche Gesetzgeber führte kürzlich mehrere Maßnahmen zur Bewältigung der Marktkrisen ein. Eine davon ist die sogenannte „Graumarktregulierung“. Graumarktregulierungen sind keine isolierten Maßnahmen; sie befinden sich innerhalb eines Umfeldes, das auch Maßnahmen gegen Steuerhinterziehung, Geldwäsche und Betrug beinhaltet. Sogar die Schaffung neuer Aufsichtsbehörden gehört dazu.<sup>1</sup> Alle diese Maßnahmen sind Versuche die Wirtschaftskrise zu bewältigen.<sup>2</sup> Die Wirtschaftskrise entstand zuerst in den USA. Jetzt aber trifft diese Krise auch Griechenland, Spanien und vielleicht sogar Italien. Was ist der „Graue Markt“?

## B. Definition des „Graumarktes“

Der Graue Kapitalmarkt ist der unregulierte Kapitalmarkt. Dieser Markt ist weder gesetzeswidrig (schwarz) noch gesetzlich geregelt (weiß). „Der Graue Kapitalmarkt verdankt seine Bezeichnung im Gegensatz zum geregelten Kapitalmarkt dem Umstand, gesetzlich bisher im Wesentlichen unreglementiert gewesen zu sein.“<sup>3</sup> Laut Seiler und Kniehase<sup>4</sup> sind die Kennzeichen des grauen Kapitalmarktes „nicht in Wertpapieren verbrieft Risikokapitalanlagen“ und er zeichne sich „durch Formenreichtum, einen geringen Organisationsgrad und kaum ausgebildete Sekundärmärkte“ aus.<sup>5</sup>

Obwohl das Wort „Graumarkt“ Assoziationen an dubiose Geschäfte wie Geldwäsche, Steuerhinterziehung oder „Greenwashing“ hervorruft, werden diese Probleme nicht in den hier zu betrachtenden Gesetzen behandelt. Der Gesetzgeber hat diese Probleme nicht übersehen, jedoch werden sie durch andere Gesetze abgedeckt, welche nicht in diesem Aufsatz betrachtet werden. Diese verwandten Probleme tauchen häufig im Bereich der Compliance auf. Die Schlüsselbegriffe seien hier kurz erwähnt:

- *Greenwashing*: Greenwashing ist die Verfälschung umweltrechtlicher und menschenrechtlicher Handlungen mit der Absicht Missbrauch zu tarnen.

- *Steuerhinterziehung* (tax fraud, tax evasion) ist gesetzeswidrig, während

- *Steuervermeidung* (tax avoidance) durchaus legitim sein kann.

- *Geldwäsche* (money laundering), inklusive Geldfälschung (counterfeiting), ist immer gesetzeswidrig und genießt exorbitante Zuständigkeit.

- *Counterfeiting* bezeichnet als juristischer Begriff nicht nur die Geldfälschung, sondern auch andere *Fälschungen* wie die Kunstfälschung (bspw. ein Gemälde, das als „ein Picasso“ ausgegeben wird) oder Wertpapierbetrug.

- *Kickbacks* sind *Rückvergütungen*; die Frage, wann und ob Rückvergütungen legitim sein können, ist in der deutschen Rechtsprechung geregelt.<sup>6</sup>

Diese Schlüsselbegriffe sind für die Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen (Compliance) wichtig. Sie werden jedoch nicht weiter in diesem Aufsatz betrachtet. Ein Berater im Compliancebereich muss diese Probleme angehen können. Entsprechend sind sie hier erwähnt, damit man die richtige Terminologie finden und sich in dem Umfeld orientieren kann, auch wenn diese Sachverhalte nicht im Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz oder im so genannten Graumarktgesetz geregelt sind.

Beteiligungen an Vermögensanlagen, herkömmlich in Rechtsform einer KG (oft als Immobilienfonds), waren vor 2011 Teil des Graumarktes.<sup>7</sup> Graumarktkapitalgüter schließen nicht nur unmittelbare Unternehmensbeteiligungen an Gesellschaften wie Immobilienfonds und Bauanlagen ein, sondern auch Anlagen wie Edelsteine, Gas, Erdöl usw. Diamanten beispielsweise stammen oft aus Russland, wo die Rechtsstaatlichkeit noch im Aufbau ist. So genannte „Konfliktdiamanten“ sind noch problematischer. Damit möchte ich deutlich machen, dass ein Graumarktkapitalgut doch ein Schwarzmarktgut sein kann. Die Gesetzeslage zur Regulierung

JD St. Louis, DEA, Paris II (Fiscalité, Mention) Dr. Jur. (Bremen).

Dr. Engle ist im Wintersemester 2013/14 und im Sommersemester 2014 an der Humboldt-Universität zu Berlin tätig, war gerade als Fulbright Scholar in der Ukraine und übte Lehrtätigkeiten u.a. in Estland und Russland aus. Der Aufsatz war Teil seines LL.M.

<sup>1</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 275).

<sup>2</sup> Weber, Martin *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, NJW 2012, 274.

<sup>3</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 613).

<sup>4</sup> *Seiler/Kniehase*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., 2011, vor § 104, RdNr. 8.

<sup>5</sup> Zingel, Varadinek: *Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts*, BKR 2012, 177, 178.

<sup>6</sup> BGH (BGH 19.12.2000 Aktenzeichen XI ZR 349/99) vom 19. 12. 2000, ZIP 2001, ZIP Jahr 2001 Seite 230 (Kick-Back I); BGH (BGH 19.12.2006 Aktenzeichen XI ZR 56/05) vom 19. 12. 2006, ZIP 2007, ZIP Jahr 2007 Seite 518 (Kick-Back II); BGH (BGH 20.01.2009 Aktenzeichen XI ZR 510/07) vom 20. 1. 2009, BKR 2009, BKR Jahr 2009 Seite 126 (Kick-Back III); BGH (BGH 12.05.2009 Aktenzeichen XI ZR 586/07) vom 12. 5. 2009, NJW 2009, NJW Jahr 2009 Seite 2298 (Kick-Back IV).

<sup>7</sup> Graumarktgesetz in Kraft, ZIP 2012, A 46 Nr. 175, <http://zip-online.de/638b91f7a64f8efb7764b45e5e537418>.

des Graumarktes wird hier im Folgenden eingehender untersucht, um zum einen die Leistung des deutschen Kapitalmarktes zu steigern. Gleichzeitig soll ein Beitrag zur Rechtsstaatlichkeit in Ländern wie Russland, wo deutsches Recht als Muster gilt, geleistet werden. Gesetze

In diesem Aufsatz betrachten wir verschiedene miteinander verwandte Gesetze, hauptsächlich das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (das „Graumarktesgesetz“)<sup>8</sup> und das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG).

Das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts („Graumarktesgesetz“) ist ein Artikelgesetz.<sup>9</sup> Das Graumarktesgesetz ändert das WpHG, das KWG, die GewO, das WpPG und das BörsenG<sup>10</sup> und ersetzt das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz mit dem Gesetz über Vermögensanlagen.<sup>11</sup>

Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)<sup>12</sup> ist auch ein Artikelgesetz. Das AnsFuG führt Änderungen im WpHG, WpÜG, InVG, in der WpÜG-AngebotsVO, WpDVerOV und dem WpAIV ein.<sup>13</sup> Das AnsFuG enthält wie das Graumarktesgesetz Prospektpflichten (oben).

### C. Gesetzesziele

Ziele dieser Gesetzesänderungen sind eine größere Markttransparenz<sup>14</sup> und dadurch ein verbesserter Anlegerschutz.<sup>15</sup> Das AnsFuG<sup>16</sup> und das Graumarktesgesetz sollen Anleger vor falscher Beratung schützen.<sup>17</sup> Ein verbesserter Anlegerschutz soll mit der Regulierung des grauen Kapitalmarktes erreicht werden.<sup>18</sup> Der Gesetzgeber möchte die Kleinanleger vor Marktblasen („bubbles“) und Betrug schützen, da diese einwirkende Faktoren der Krise in den USA waren. Der Gesetzgeber sucht auch das Vertrauen der

<sup>8</sup> BGBl I 2011, 248.

<sup>9</sup> Friedrichsen, Sönke/Weisner, Arnd *Das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts – Wesentliche Neuerungen im Bereich geschlossener Fonds*, ZIP 2012, 756 <http://zip-online.de/9d1f78e17771f23dcfac10c09e05df2b>

<sup>10</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 279).

<sup>11</sup> Friedrichsen, Sönke/Weisner, Arnd *Das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts – Wesentliche Neuerungen im Bereich geschlossener Fonds*, ZIP 2012, 756 <http://zip-online.de/9d1f78e17771f23dcfac10c09e05df2b>

<sup>12</sup> Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vom 5. 4. 2011, BGBl I, 2011, NJW Jahr 2011 Seite 1697; Kl.-R. Wagner, NZG 2011, NZG Jahr 2011 Seite 609.

<sup>13</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609).

<sup>14</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 277).

<sup>15</sup> Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, *Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz* [http://www.dvfa.de/die\\_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php](http://www.dvfa.de/die_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php).

<sup>16</sup> Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

<sup>17</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609).

<sup>18</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609).

Anleger<sup>19</sup> durch mehr Markttransparenz<sup>20</sup> zu stärken. Kleinanleger sollen auf diese Weise erkennen können, ob eine Anlage „gut“ ist.

Des Weiteren möchte der Gesetzgeber mit diesen Gesetzesänderungen auch die Integrität des Marktes schützen<sup>21</sup> und eine gewisse Marktunterstützung leisten,<sup>22</sup> um den Immobilienmarkt zu stabilisieren.<sup>23</sup> Im Fondsmarkt gab es eine Liquiditätskrise. Ich fasse diese als kleines Echo der U.S.-Immobilienkrise auf, die glücklicherweise nicht so schlimm in Deutschland ausspielen wird wie andernorts. Diese „kleine“ deutsche Krise wird unten eingehender untersucht.

Betrachten wir zuerst das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (das Graumarktesgesetz).

### D. Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts

Das Graumarktesgesetz erhöht den Anlegerschutz im grauen Kapitalmarkt. Das Gesetz erleichtert zum Beispiel die Haftung für Prospekte im grauen Kapitalmarkt; die Verjährungsfrist ist auf drei Jahre verlängert worden.<sup>24</sup> Geschlossene Fonds müssen dem Anleger die Summe der an den Geschäftsführer gezahlten Vergütungen aufschlüsseln und offenbaren.<sup>25</sup> Das ist wahrscheinlich eine Reaktion auf die „Manager Bonuses“, die den Geschäftsführern in den USA - trotz der Krise und aus dem Rettungsfonds („Bailout“) - gezahlt wurden...

Darüber hinaus sind Vermögensanlagenanbieter auch neuerdings verpflichtet, dem Prospekt eine kurze Zusammenfassung der Leistung der Anlage beizufügen.<sup>26</sup> Diese werden wir im Folgenden betrachten.

### E. Beratungspflichten

Vermögensanlagenberater müssen sich über die Kenntnisse und Erfahrungen ihrer Kunden bezüglich der Anlage informieren, um die Angemessenheit und Eignung der Vermögensanlage für den Kunden zu beurteilen.<sup>27</sup> Kommt dadurch etwa der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz im

<sup>19</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 610); Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 275).

<sup>20</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 276).

<sup>21</sup> Leuering: *Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung* NJW 2012, 1905.

<sup>22</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 275).

<sup>23</sup> Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

<sup>24</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 279).

<sup>25</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 279).

<sup>26</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 610).

<sup>27</sup> § WPHG § 31 Abs. WPHG § 31 Absatz 5 Satz 1 WPHG.

Privatrecht in Bedrängnis?<sup>28</sup> Allerdings kann es schwierig sein, die Risiken einer Vermögensanlage einzuschätzen und ihre Risikoklasse zu ermitteln. Eine mögliche Lösung schlägt Zingel vor: „Für den Bereich der Vermögensanlagen könnte sich anbieten, eine eigenständige Risikoklassifizierung zu entwickeln, die sich an den Risikokriterien dieser Anlageform orientiert, etwa der Fremdkapitalquote und dem Diversifizierungsgrad bei geschlossenen Fonds.“<sup>29</sup>

## F. Prospekt

Eine Prospektspflicht für Vermögensanlagen des grauen Kapitalmarktes gab es schon vor dem Graumarktgesetz.<sup>30</sup> Der Prospekt muss für seine Kohärenz und Verständlichkeit vor seiner Veröffentlichung<sup>31</sup> geprüft werden; der Prospekt und das Informationsblatt müssen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, kurz BaFin, vorgelegt werden.<sup>32</sup> Zusätzlich zum Verkaufsprospekt muss der Anbieter bei der BaFin ein Vermögensanlagen-Informationsblatt einreichen.<sup>33</sup> Das Vermögensanlagen-Informationsblatt soll eine kurze, überschaubare Beschreibung der objektiven Fakten der Anlage sein.<sup>34</sup> Verstöße werden mit Bußgeld bestraft.<sup>35</sup>

Wertpapierdienstleister müssen auch ihren Kunden im Rahmen der Anlageberatung eine Art vereinfachtes Prospekt aushändigen: die Produktinformationsblätter. Die Produktinformationsblätter dürfen maximal drei DIN-A4-Seiten umfassen und müssen alle relevanten Informationen über das Finanzprodukt in leicht verständlicher Form zur Verfügung stellen.<sup>36</sup> Verstöße werden mit einem Bußgeld von bis zu 50.000 Euro und einer Haftung auf Schadenersatz bestraft.<sup>37</sup> Die Verjährung der Haftung bei fehlerhaftem Prospekt wurde dabei von einem auf drei Jahre erweitert.<sup>38</sup> Die Verjährungsfrist startet ab „dem Schluss des Jahres, in dem der Gläubiger Kenntnis von den Anspruch begründenden Umständen und der Person des Schuldners erlangt, wird aber allerdings nicht länger als 10 Jahre laufen.“<sup>39</sup> „Der Prospekt muss alle Angaben enthalten, die für eine Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlage erforderlich sind. Ebenso müssen die Anbieter künftig ein Kurzinformativblatt (sog. „Beipackzettel“) erstellen, das kompakt Chancen und

Risiken einer Vermögensanlage erläutert.“<sup>40</sup>

## G. Beipackzettel

Dem Verbraucher muss ein so genannter „Beipackzettel“ an die Hand gegeben werden. Ausgenommen sind Geschäftskunden.<sup>41</sup> Der Beipackzettel enthält kurze und verständliche Informationen<sup>42</sup> über das Produkt: So sollen beispielsweise Produkttyp, Risiken, Erträge und Kosten offen gelegt werden.<sup>43</sup> Mögliche Interessenkonflikte müssen ebenfalls offenbart werden. Interessenkonflikte sind im §§ WPHG § 31 Abs. WPHG § 31 Absatz 1 Nr. 2, WPHG § 33 Abs. WPHG § 33 Absatz 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG, § WPDVEROV § 13 WpDVerOV bestimmt.<sup>44</sup> Der Beipackzettel muss vor dem Verkauf eines Finanzproduktes dem Verbraucher ausgehändigt werden,<sup>45</sup> damit der Käufer entscheiden kann, ob die Anlage seinen Interessen und seinem Profil entspricht.<sup>46</sup> Geschäftskunden bekommen eine so genannte „KII“ („Key Investor Information“)<sup>47</sup> statt eines Beipackzettels. Also: Prospekt, Vermögensinformationsblätter, Beipackzettel: Alle drei sind nötig, um den Auflagen des Gesetzgebers zu genügen.<sup>48</sup>

## H. Immobilienfonds

Immobilienfonds wurden konzipiert, um langfristigen Anlegern Gelegenheit zu geben, sich an einer gleichzeitig sicheren und rentablen Anlage zu beteiligen. Immobilienbeteiligungen stießen aber auf ein „, Problem, das an den berüchtigten „Ponzi-Trick“ erinnert. So genannte „Liar Loans“ verursachten in den USA den Marktsturz. Das Echo war in Deutschland eine Liquiditätskrise im Bereich der Immobilienfonds, und zwar wegen einer Fristeninkongruenz.<sup>49</sup> Obwohl nämlich Immobilienfonds als eine langfristige Investition vermehrt für Kleinanleger gedacht waren, hatten zahlreiche Institutionen in Immobilienfonds („Betongold“) investiert. Sie wurden angelockt durch a) mehr Sicherheit, b)

<sup>40</sup> Graumarktgesetz in Kraft, ZIP 2012, A 46 Nr. 175, <http://zip-online.de/638b91f7a64f8efb7764b45e5e537418>.

<sup>41</sup> § 31 Abs. IX WpHG.

<sup>42</sup> § 31 WPHG Abs. III a.

<sup>43</sup> Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

<sup>44</sup> Zingel, Varadinek: *Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts*, BKR 2012, 177, 182.

<sup>45</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 610).

<sup>46</sup> § 31 Abs. 3 S. 4 WpHG n.F.; Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

<sup>47</sup> Artikel 78 der Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 („OGAW IV Richtlinie“).

<sup>48</sup> Petzenhammer, Andrea *Vermögensanlagen-Informationsblatt benötigt selbst „Beipackzettel“*,

<http://www.petzenhammerundsievers.de/2011/11/vermogensanlagen-informationsblatt-benotigt-selbst-%E2%80%9Ebeipackzettel%E2%80%9C/>.

<sup>49</sup> Herkströter, Caroline & Krause, Martin: *Neue Regeln für Immobilienfonds*, Norton Rose, April 2011, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/48538/neue-regeln-fur-immobilienfonds>.

<sup>28</sup> Beispielsweise auch MaComp AT 3.2 "Proportionalitätsgrundsatz".

<sup>29</sup> Zingel, Varadinek: *Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts* (BKR 2012, 177, 179).

<sup>30</sup> § 6 VermAnlG-E.

<sup>31</sup> § 8 I VermAnlG-E.

<sup>32</sup> § 14 VermAnlG-E.

<sup>33</sup> § 13 I, V VermAnlG-E.

<sup>34</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 611).

<sup>35</sup> §§ 29 bis 31 VermAnlG-E.

<sup>36</sup> Weber, Martin: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011*, (NJW 2012, 274, 277).

<sup>37</sup> Julia Meyer und Florian Streiber, *Neue Maßnahmen des AnsFuG in Kraft getreten* (Fri Jul 22 14:38:00 CEST 2011), PLATOW Online, <http://www.platow.de/neue-massnahmen-des-ansfug-in-kraft-getreten/585344.html>.

<sup>38</sup> § 46 BörsG.

<sup>39</sup> Leuering: *Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung* (NJW 2012, 1905, 1906).

eine große Liquidität und c) eine hohe Rentabilität. In der Krise brachten die Investitionen eher Verluste, als dass sie rentabel waren. In der Folge verkauften die Institutionen ihre Anteile wieder. Kurz, mit Beginn der Krise wollten alle gleichzeitig aussteigen („Run“):<sup>50</sup>

„Der Vertrieb hat die offenen Immobilienfonds als wollmilchlegende Eiersau mit sicheren Renditen und der bedingungslosen Liquidität eines Sparbuchs verkauft. Dabei brauchen diese Produkte mit täglich ein- und aussteigenden Anlegern eine langfristige Anlagekultur. Sie sind nur bedingt liquide, sagt Gernot Archner, Geschäftsführer des Bundesverbands der Immobilien-Investment-Sachverständigen.“<sup>51</sup> Laut Markus Kolodziej mißbrauchen mittlerweile „institutionelle Anleger [...] die offenen Immobilienfonds als kurzfristigen Geldparkplatz und haben damit Liquiditätsengpässe ausgelöst. Mehrere offene Immobilienfonds haben den Rückverkauf ihrer Anteile eingefroren.“<sup>52</sup> „Dazu haben auch die Immobiliendachfonds in der Finanzkrise beigetragen, die erst 2005 auf den Markt kamen.“<sup>53</sup>

Interessanterweise scheint in Deutschland (im Gegensatz zu den USA), so weit ich sehe, kein Betrug stattgefunden zu haben. Entsprechend wird die Sanierung des Marktes in Deutschland einfacher und wirksamer sein.

Man kann „Ponzi“-artige Probleme mit „Blasen“ vergleichen. Das Problem bei „Blasen“ sind unrealistische Erwartungen. Ponzi im Vergleich trifft ein ähnliches, aber nicht genau das Problem: ein Mangel an Anlegern wegen Betrugs.

Um das Problem der Liquidität und Fristenkongruenz zukünftig zu vermeiden, sieht das AnsFuG eine Kündigungsfrist von Fondsanteilen über einem Schwellenwert von 30.000 Euro von zwölf Monaten vor (vorher konnte man seine Beteiligung sofort kündigen<sup>54</sup> und es war eine Mindesthaltefrist von 24 Monaten vorgesehen<sup>55</sup>. Diese

<sup>50</sup> Herkströter, Caroline & Krause, Martin *Neue Regeln für Immobilienfonds*, Norton Rose, April 2011  
<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/48538/neue-regeln-fur-immobilienfonds>).

<sup>51</sup> Dirk Wohleb, *Offenen Immobilienfonds droht das Aus*, Manager Magazin Online, 09.08.2012, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/immobilien/0,2828,848919,00.html>.

<sup>52</sup> „During the past years several German open-ended real estate funds (GOEFs) have faced severe liquidity restraints and had to suspend the redemption of their fund units. Especially in the last 16 months a number of funds were sent into liquidation.“ Dr. Markus Kolodziej, *The effects of AnsFuG on German open-ended real estate funds (GOEFs) and institutional investors*, EBS Real Estate Management Institute Discussion Paper 3, S. 6, [http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user\\_upload/Insti-tut/Forschung/Working\\_Paper/AnsFuG\\_GOEFs\\_REMI\\_20\\_Dezember\\_MK\\_3\\_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5](http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user_upload/Insti-tut/Forschung/Working_Paper/AnsFuG_GOEFs_REMI_20_Dezember_MK_3_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5).

<sup>53</sup> Dirk Wohleb, *Offenen Immobilienfonds droht das Aus*, Manager Magazin Online, 09.08.2012 <http://www.manager-magazin.de/finanzen/immobilien/0,2828,848919,00.html>.

<sup>54</sup> Caroline Herkströter und Martin Krause: *Neue Regeln für Immobilienfonds*, Norton Rose, April 2011  
<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/48538/neue-regeln-fur-immobilienfonds>).

<sup>55</sup> Weber: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011* (NJW 2012, 274, 280) Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG).

Einschränkungen zielen auf einen besseren Schutz der kleinen Anleger, die Immobilienfonds als langfristige und sichere Investition ansehen.<sup>56</sup> Zusätzlich wurden Immobilienfonds bezüglich des Fremdkapitals (Leverage) eingeschränkt: Fonds, außer Immobilien-Spezialfonds, dürfen nur 30 Prozent Fremdkapital enthalten, anstatt der früheren 50 Prozent.<sup>57</sup> Die Fristen zur Rücknahmeaussetzung bei nicht ausreichender Liquidität zur Bedienung der Rückgabeverlangen steigen von zwei Jahren auf 30 Monate an; wenn selbst da für die Liquidität nicht ausreicht, verliert die Anlagegesellschaft das Recht der Verwaltung von Immobilienfonds;<sup>58</sup> ein Verfahren für die ordentliche Abwicklung von Fonds<sup>59</sup> setzt ein.<sup>60</sup> EU-Recht wirkt hier auch mit ein, wie wir im Folgenden betrachten.

## J. EU-Recht und Immobilienfonds

Die Sanierung des Immobilienmarktes schließt die EU-Ebene ein und geht nicht nur den Graumarkt etwas an. Die Alternative Investment Fund Managers-Richtlinie (AIFMD) bedeutet in ihrer Umsetzung das Ende der offenen Immobilienfonds: Nur geschlossene Immobilienfonds mit fester Laufzeit können noch erstellt werden. Die Anlagen werden also nur für eine Festzeit laufen und können nicht (mehr) beliebig verkauft werden.<sup>61</sup> Bestehende offene Fonds werden jedoch nicht vom Markt genommen. Das stellt vielleicht eine Art mittelbares „Bailout“ dar. Allerdings ist das entstehende „Oligopol von wenigen Anbietern“ aus Wettbewerbssicht zu kritisieren.<sup>62</sup>

Das Graumarktgesetz wird jedoch den Mitgliedstaaten von der EU nicht aufgezwungen. Die EU-Richtlinie Markets in Financial Instruments Directive (MiFiD) vom 21.04.2004 (2004/39/EG) umfasst nicht den grauen Kapitalmarkt; das heißt, das Gesetz zur Novellierung ist keine Umsetzung der Richtlinie.<sup>63</sup> „Unabhängig von MiFiD und FRUG ist es Ziel des deutschen Gesetzgebers, den Schutz für private Anleger zu

<sup>56</sup> Real Estate Management Unit, *Die Auswirkungen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) auf Offene Immobilienfonds und institutionelle Investoren*, [http://www.ebs-remi.de/newsdetail-startseite.html?&cHash=b5f4e08eb8b36c639afb28e686d88d94&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1043](http://www.ebs-remi.de/newsdetail-startseite.html?&cHash=b5f4e08eb8b36c639afb28e686d88d94&tx_ttnews[tt_news]=1043).

<sup>57</sup> Dr. Markus Kolodziej, *The effects of AnsFuG on German open-ended real estate funds (GOEFs) and institutional investors*, EBS Real Estate Management Institute Discussion Paper 3, S. 12, [http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user\\_upload/Insti-tut/Forschung/Working\\_Paper/AnsFuG\\_GOEFs\\_REMI\\_20\\_Dezember\\_MK\\_3\\_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5](http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user_upload/Insti-tut/Forschung/Working_Paper/AnsFuG_GOEFs_REMI_20_Dezember_MK_3_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5).

<sup>58</sup> Weber: *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011* (NJW 2012, 274, 280), Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG).

<sup>59</sup> (§ 81 InvG n.F.)

<sup>60</sup> Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

<sup>61</sup> Dirk Wohleb, *Offenen Immobilienfonds droht das Aus*, Manager Magazin Online, 09.08.2012 <http://www.manager-magazin.de/finanzen/immobilien/0,2828,848919,00.html>.

<sup>62</sup> Dirk Wohleb, *Offenen Immobilienfonds droht das Aus*, Manager Magazin Online, 09.08.2012 <http://www.manager-magazin.de/finanzen/immobilien/0,2828,848919,00.html>.

<sup>63</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 611).

verbessern.“<sup>64</sup> Jedoch muss eine Key Investor Information (KII) für sämtliche EG-Investmentanteile vorliegen. Rein inländische Fonds sowie Nicht-EG-Fonds oder gemischte Fonds (Deutsch/Nicht-EG) müssen ein Produktinformationsblatt (PIB) erstellen; anscheinend reicht für EG-Fonds einfach die KII aus.<sup>65</sup>

## K. Meldepflicht

Ebenfalls als eine Reformmaßnahme erweitert das AnsFuG die Meldepflicht im § 25 WpHG um „sonstige Instrumente“ (bspw. Graumarktkapitalgüter). § 25a WpHG schafft eine neue Meldepflicht für Cash-settled Swaps, finanzielle Differenzgeschäfte (Contracts for Difference), Call-Optionen mit Cash Settlement und Put-Optionen, bei denen ein Stimmrechtserwerb möglich ist. Diese Maßnahmen versuchen das „Anschleichen“ an Unternehmen als Übernahmetaktik zu verhindern.<sup>66</sup>

## L. Compliance-Verordnungen

Compliance-Beauftragte sorgen für die Einhaltung von Gesetzen und internen Vorgaben und für die Berichterstattung an die Geschäftsleitung und das entsprechende Aufsichtsorgan.<sup>67</sup> Die Verordnung „Mindestanforderungen an die Compliance“ (MaComp) stellt die allgemeine Regelung der Aufgaben von Compliance dar.<sup>68</sup> Die MaComp-Verordnung ergänzt und erläutert die Pflichten von §§ WpHG § 31 ff. WpHG.<sup>69</sup> Durch diese Regelungen soll sowohl Spesenreiterei (Churning) als auch die unlautere Praxis, aus günstigen Finanzprodukten „herauszuberaten“ und risikounangemessene Empfehlungen auszusprechen, unterbunden werden.<sup>70</sup>

Das AnsFuG wiederum verpflichtet dazu, Anlageberater und Compliance-Beauftragte bei der BaFin anzumelden.<sup>71</sup> Diese Anmeldung ermöglicht der BaFin Daten abzugleichen und

Fehlverhalten zu kontrollieren,<sup>72</sup> das heißt diesem vorzubeugen oder es zumindest einzuschränken. Anlageberater<sup>73</sup> sowie Vertriebsbeauftragte<sup>74</sup> und Compliance-Beauftragte<sup>75</sup> stehen in der Pflicht eine Berufshaftpflichtversicherung abzuschließen.<sup>76</sup>

Die von der BaFin erstellte Mitarbeiteranzeigeverordnung<sup>77</sup> (in Kraft seit 01.11.2012) erklärt genauer ihre Rechte und Pflichten. Anlageberater,<sup>78</sup> Vertriebsbeauftragte<sup>79</sup> und im Bereich der Compliance Tätige<sup>80</sup> müssen Sachkunde nachweisen; die Sachkunde<sup>81</sup> kann durch eine entsprechende Ausbildung<sup>82</sup> oder mehrjährige Erfahrung<sup>83</sup> im Arbeitsbereich nachgewiesen werden. „Compliance-Beauftragte können den Nachweis der Sachkunde durch ein Abschlußzeugnis eines

<sup>72</sup> Möllers, Weninger: Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (NJW 2011, 1697, 1699).

<sup>73</sup> § 34(d) Abs. I WpHG.

<sup>74</sup> § 34(d) Abs. II WpHG.

<sup>75</sup> § 34(d) Abs. III WpHG.

<sup>76</sup> Graumarktgesezt in Kraft, ZIP 2012, A 46 Nr. 175, <http://zip-online.de/638b91f7a64f8efb7764b45e537418>.

<sup>77</sup> WpHGMaAnzV, V. v. 21.12.2011 BGBl. I S. 3116 (Nr. 72); Geltung ab 01.11.2012.

<sup>78</sup> §1 Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte oder als Compliance-Beauftragte und über die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung – WpHGMaAnzV) vom 21. Dezember 2011, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 72, ausgegeben zu Bonn am 30. Dezember 2011,

[http://www.dvfa.de/files/die\\_dvfa/regulierung/ansfug/application/pdf/konsultation\\_bafin\\_1411\\_wphgmaanzv\\_wa\\_entwurf.pdf](http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/regulierung/ansfug/application/pdf/konsultation_bafin_1411_wphgmaanzv_wa_entwurf.pdf)

Auf Grund des § 34d Absatz 6 Satz 1 und 2 des Wertpapierhandelsgesetzes, der durch Artikel 1 Nummer 9 des Gesetzes vom 5. April 2011 (BGBl. I S. 538) eingefügt worden ist, in Verbindung mit § 1 Nummer 1 der Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, der zuletzt durch die Verordnung vom 23. Mai 2011 (BGBl. I S. 938) geändert worden ist, verordnet die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: 3116 Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 72, ausgegeben zu Bonn am 30. Dezember 2011 Das Bundesgesetzblatt im Internet: [www.bundesgesetzblatt.de](http://www.bundesgesetzblatt.de).

<sup>79</sup> §2 Verordnung.

<sup>80</sup> §3 Verordnung.

<sup>81</sup> Beispielsweise für Compliance-Beauftragte: „Die nach Absatz 1 erforderliche Sachkunde muss durch Abschluss- oder Arbeitszeugnisse, gegebenenfalls in Verbindung mit Stellenbeschreibungen, durch Schulungsnachweise oder in anderer geeigneter Weise nachgewiesen sein.“ (Verordnung § 3(2)).

<sup>82</sup> Beispielsweise, Compliance-Beauftragte können Ihre Sachkunde so beweisen:

„a) Abschlusszeugnis eines Studiums der Rechtswissenschaft, wenn darüber hinaus eine fachspezifische Berufspraxis nachgewiesen werden kann, die gewährleistet, dass der Mitarbeiter den an die Sachkunde zu stellenden Anforderungen genügt,  
b) Abschlusszeugnis gemäß Nummer 1, wenn darüber hinaus eine fachspezifische Berufspraxis nachgewiesen werden kann, die gewährleistet, dass der Mitarbeiter den an die Sachkunde zu stellenden Anforderungen genügt, oder  
c) Abschlusszeugnis gemäß Nummer 2 Buchstabe a. [=] „Abschlusszeugnis als Bank- oder Sparkassenbetriebswirt oder -wirtin einer Bank- oder Sparkassenakademie“

(§ 4(3), Verordnung).“

<sup>83</sup> „Bei Personen, die seit dem 1. Januar 2006 ununterbrochen als Mitarbeiter in der Anlageberatung, Vertriebsbeauftragter oder Compliance-Beauftragter eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens tätig waren, wird vermutet, dass sie jeweils die erforderliche Sachkunde haben, wenn die Anzeigen nach § 34d Absatz 1 bis 3 des Wertpapierhandelsgesetzes bis zum 1. Mai 2013 eingereicht werden. Die Vermutung nach Satz 2 gilt auch dann, wenn die entsprechende Berufserfahrung ganz oder teilweise bei Zweigniederlassungen im Sinne des § 53b des Kreditwesengesetzes, die die Wertpapierdienstleistung der Anlageberatung erbringen, erworben wurde.“ §4(3)(c) Verordnung.

<sup>64</sup> Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, [http://www.dvfa.de/die\\_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php](http://www.dvfa.de/die_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php).

<sup>65</sup> Herkströter, Caroline & Krause, Martin, *Aktuelles zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz - AnsFuG / Update on the Investor Protection and the Functionality Improvement Act* Februar 2011 / February 2011, Norton-Rose, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/34144/aktuelles-zum-anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz-ansfug--update-on-the-investor-protection-and-the-functionality-improvement-act>.

<sup>66</sup> Dr. Matthias Terlau, Charlotte Strese, *Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) - Neue Regeln für Bankberater, offene Immobilienfonds und für Meldepflichten im Zusammenhang mit Aktien 20. Juni 2011*, Osborne Clarke, <http://www.osborneclarke.de/publications/sectors/financial-services/update/2011/das-anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz.aspx>.

<sup>67</sup> § 33 I 2 Nr. 5 WpHG.

<sup>68</sup> Rundschreiben 4/2010 (WA) der BaFin zu den Mindestanforderungen an die Compliance (MaComp) in Kraft seit 01. 01. 2011, aufrufbar unter [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs\\_1004\\_wa\\_macomp.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macomp.html).

<sup>69</sup> Schäfer: *Die MaComp und die Aufgaben von Compliance*, BKR 2011, 187.

<sup>70</sup> Dr. Vinzenz Bödeker, LL.M., Anlegerschutz und „Grauer Kapitalmarkt“ – Ein Überblick über die jüngsten Aktivitäten des Gesetzgebers, GWR 2011, 319640 = GWR 2011, 278.

<sup>71</sup> Alexander Knauss, *Der "Beipackzettel" für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz*, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

Studiums der Rechtswissenschaften erbringen, wenn darüber hinaus eine fachspezifische Berufspraxis nachgewiesen werden kann, die gewährleistet, daß der Mitarbeiter den an die Sachkunde zu stellenden Anforderungen genügt.“<sup>84</sup> „Im Ausland erworbene Berufsbefähigungsnachweise erkennt die BaFin an, sofern sie den Voraussetzungen des § 5 der Mitarbeiteranzeigerverordnung entsprechen.“<sup>85</sup>

## M. Kritik

Die Gesetze sind nicht ohne Kritik geblieben. Bezüglich des Graumarktgesetzes verweist Wagner darauf:

dass der Graumarkt nicht zur Finanzkrise beigetragen hat;

dass Berichte über die Probleme der geschlossenen Fonds übertrieben sind; und

dass staatliche Institutionen in Anlageprodukte des grauen Kapitalmarktes investiert haben, zum Ungunsten der anderen Anleger.<sup>86</sup>

Wagner stellt in diesem Zusammenhang die Frage, ob hier möglicherweise eine Überregulierung vorliegt.<sup>87</sup>

Hinsichtlich des Beipackzettels lautet die Frage, ob die zusätzliche Auskunft überhaupt von den Verbrauchern verwendet wird bzw. verwendet werden kann. Ein Überfluss an richtiger, aber unzugänglicher Information hätte keine Wirkung, außer dass er Kosten verursachte.<sup>88</sup>

Wagner kann sich des Weiteren kaum vorstellen, dass die gesamte erwünschte Information auf nur drei DIN-A4-Seiten passt.<sup>89</sup> Der Beipackzettel soll nämlich 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.“<sup>90</sup> Wagner ist auch der Meinung, dass das Graumarktgesetz zu höherem Haftungsrisiko (§ 23 I VermAnlG-E) der Emittenten führt, da der Prospekt gleichzeitig verständlich und eindeutig sein muss,

<sup>84</sup> Dr. Friedrich Isenbart, Die bank, 28.02.12 - Personal [http://www.bankrecht-und-bankpra-xis.de/index.php?id=931&tx\\_ttnews\[cat\]=18%2C31%2C33%2C34&tx\\_ttnews\[pS\]=1328050800&tx\\_ttnews\[pL\]=2505599&tx\\_ttnews\[arc\]=1&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1094&tx\\_ttnews\[backPid\]=988&cHash=40f9d2b67a11e73f5d5a0a8d5581f97b](http://www.bankrecht-und-bankpra-xis.de/index.php?id=931&tx_ttnews[cat]=18%2C31%2C33%2C34&tx_ttnews[pS]=1328050800&tx_ttnews[pL]=2505599&tx_ttnews[arc]=1&tx_ttnews[tt_news]=1094&tx_ttnews[backPid]=988&cHash=40f9d2b67a11e73f5d5a0a8d5581f97b).

<sup>85</sup> Ibid.

<sup>86</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“* (NZG 2011, 609, 610).

<sup>87</sup> Überregulierung bei Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609).

<sup>88</sup> Siehe dazu Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609).

<sup>89</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609, 611).

<sup>90</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609, 611).

also auch nicht in die Irre führen darf.<sup>91</sup> Darüber hinaus merkt Wagner an, dass die Kosten und der Verwaltungsaufwand erheblich steigen werden.<sup>92</sup>

Es gibt noch weiterführende Kritik bezüglich der Auslegungslücken in den Gesetzen:

§ 31 a Abs. 2 und Abs. 7 WpHG begründet zwei unterschiedliche Definitionen professioneller Kunden: die geborenen (Abs. 2) und die gekorenen professionellen Kunden (Abs. 7). Der in § 31 Abs. 9 WpHG erwähnte Verzicht auf Aushändigung eines PIB bezieht sich lediglich auf die professionellen Kunden gem. § 31 a Abs. 2. Offen bleibt die Frage, ob durch eine Erfüllung der in § 31 a Abs. 7 definierten Kriterien ein eigentlicher Privatkunde den sachverständigen Status eines geborenen professionellen Kunden vor dem Gesetz erreichen kann und somit auch hier auf die Aushändigung eines PIB verzichtet werden kann. Erst durch den Blick in die Gesetzesbegründung (BTDr. 17/3628 zu § 31, dort Nr. 5 a) wird deutlich, dass bei der beabsichtigten Aushändigung des PIB nur Privatkunden im Fokus standen.<sup>93</sup>

„Leider werden die bislang geplanten besonderen Vorschriften bezüglich des KII für Immobilien-Sondervermögen (§ 42 Abs. 2a InvG in der Fassung des OGAW-IV-Umsetzungsgesetzes) von dem Verweis auf die entsprechende investmentrechtliche Vorschrift durch den durch das AnsFuG neu eingeführten § 31 Abs. 3a WpHG nicht umfasst. Dies stellt die Immobilienfonds-Branche im Hinblick auf die Erstellung des neuen Informationsdokuments vor zusätzliche Herausforderungen. Man wird den neuen § 42 Abs. 2a InvG u.E. in den Verweis in § 31 Abs. 3a WpHG hineinlesen müssen, soweit hier keine Klarstellung erfolgt.“<sup>94</sup>

Es gibt auch Kritik im Bezug auf die Honorarbasis der Zahlungen an Vermögensanlageberater. Und zwar folgende:

„Angesichts der immer stärkeren Regulierungen stellt sich die Frage, ob die Zukunft in der Honorarberatung liegt. Es gibt bereits ein Eckpunktepapier des Verbraucherministeriums, wonach eine Gesetzesinitiative geplant ist. Finanzberater bzw. Anlageberater sollen danach als geschützte Bezeichnungen ausschließlich für auf Honorarbasis tätige Berater anwendbar sein. Diese dürfen die Produkte zwar auch vermitteln, aber keine Provisionen mehr entgegen nehmen. Die Vergütung wird ausschließlich durch den Kunden erfolgen, wobei eine Vergütungsverordnung vergleichbar mit der der Rechtsanwälte oder Architekten in der Diskussion steht. Der Emittent soll

<sup>91</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609, 612).

<sup>92</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609 612-613).

<sup>93</sup> Marbeiter, Andreas & Warner, Sabine, Das Produktinformationsblatt zum AnsFuG Praxis-Tipps zum neuen Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz: Wann und für wen? Netzwerk 1/20, S. 20-21, [http://www.genotec.de/dateien/pdf/gt-artikel/Das\\_Produktinformationsblatt\\_zum\\_AnsFuG\\_Wann\\_und\\_fuer\\_wen\\_Netzwerk\\_01\\_2012.pdf](http://www.genotec.de/dateien/pdf/gt-artikel/Das_Produktinformationsblatt_zum_AnsFuG_Wann_und_fuer_wen_Netzwerk_01_2012.pdf).

<sup>94</sup> Herkströter, Carolin und Krause, Martin, *Regeln für Immobilienfonds*, Norton Rose April 2011, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/48538/neue-regeln-fur-immobilienfonds>.

Nettopreise vorsehen oder die Möglichkeit, die Provisionen an den Kunden durchzureichen. Der Finanz- bzw. Anlageberater soll unabhängig sein. Diese Anforderung wird gerade beim Bankenvertrieb nur schwer zu erfüllen sein. Auch die Finanz- bzw. Anlageberater sollen der Aufsicht der BaFin unterstehen.<sup>95</sup>

Anscheinend werden diese Lücken durch die Rechtsprechung ausgefüllt. Konnten sie aber mittlerweile wirklich per Verordnungen angesprochen werden?

## N. Fazit: Kapitalmarktwettbewerb

Jahrzehntlang war der U.S.-Kapitalmarkt der sicherste und infolge dessen rentabelste der Welt. Anleger aus aller Welt, vor allem neuerdings aus China, haben stark in U.S.-Märkte investiert, insbesondere wegen dieser Rechtssicherheit. Jedoch wird der Dollar von Kriegskosten gedrückt. Ab 2008 zeigte sich, dass die U.S.-Regierung gegenüber China zu stark verschuldet war und dass der Immobilienmarkt ein Blasenmarkt war. Enron, Halliburton, Liar-Loans, Madoff: das Resultat? Ein Crash. Die U.S.-Wirtschaft, vor allem in der Stadt New York, stürzte ab.

Diese Konjunktur ist aber für europäische, vor allem deutsche Kapitalmärkte eine Gelegenheit. Wenn sich der deutsche Kapitalmarkt im Vergleich zum U.S.-Kapitalmarkt als zuverlässiger<sup>96</sup> erweist, werden alle diese mittelbaren wirtschaftlichen Unterstützungen Europa zufließen. Darum geht es. China und Russland sind Käufer, Rohstoffquellen - und jetzt auch noch Anleger. Wenn sich jetzt auch noch der Euro entgegen der Erwartungen als zuverlässig erweist, dann wird der Euro eine, vielleicht sogar *die* Weltwährung werden, was wiederum zur mittelbaren Stärkung Europas Wirtschaft führt.

Meines Erachtens kann und sollte sich Deutschland als „sicherer Anlageplatz“ präsentieren. Deutsche Gesetze und Rechtsbegriffe setzen sich auch außerhalb Deutschlands durch, beispielsweise in Russland und China, da sie gut durchdacht sind. Die Compliance-Verordnung schafft für Deutschland eine Rolle als sicherer Ort für Fremdkapital und Garant, dass beispielsweise für eine Rohstoffanlage ein genauer Wert aus bestimmten Prozessen ermittelt wurde. Anleger, die überlegen, zum Beispiel in Anlagen im russischen Bergbau zu investieren, könnten für sichere Aufrechterhaltungsberichte nach Deutschland schauen. Die Fortpflanzung der deutschen Rechtskultur ins russische Recht wird auch auf diese Weise stattfinden. Ohne das vielleicht gewollt zu haben, eröffnet sich hier für die deutsche Regierung aus dem Graumarktgesetz, dem AnsFuG und den ihnen verwandten Verordnungen eine nützliche, sinnvolle und nachhaltige juristische Rolle als Vorbild für ausländische Juristen in Deutschland. Diese Samen werden mit Sicherheit keimen; wie genau und in welchem Maße ist eine Frage der (finanziellen) Außenpolitik – und der Rechtspflege.

<sup>95</sup> Zingel, Varadinek: *Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts* (BKR 2012, 177, 185).

<sup>96</sup> Wagner: *Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“*, (NZG 2011, 609).

## LITERATURVERZEICHNIS

BGH (BGH 12.05.2009 Aktenzeichen XI ZR 586/07) vom 12. 5. 2009, NJW 2009, NJW Jahr 2009, Seite 2298 (Kick-Back IV).

BGH (BGH 19.12.2000 Aktenzeichen XI ZR 349/99) vom 19. 12. 2000, ZIP 2001, ZIP Jahr 2001, Seite 230 (Kick-Back I).

BGH (BGH 19.12.2006 Aktenzeichen XI ZR 56/05) vom 19. 12. 2006, ZIP 2007, ZIP Jahr 2007, Seite 518 (Kick-Back II).

BGH (BGH 20.01.2009 Aktenzeichen XI ZR 510/07) vom 20. 1. 2009, BKR 2009, BKR Jahr 2009, Seite 126 (Kick-Back III).

BaFin, Rundschreiben 4/2010 (WA) der BaFin zu den Mindestanforderungen an die Compliance (MaComp), in Kraft seit 01.01.2011, aufrufbar unter [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs\\_1004\\_wa\\_macomp.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macomp.html).

Bödeker, Vinzenz, Anlegerschutz und „Grauer Kapitalmarkt“ – Ein Überblick über die jüngsten Aktivitäten des Gesetzgebers, GWR 2011, 319640 = GWR 2011, 278.

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, [http://www.dvfa.de/die\\_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php](http://www.dvfa.de/die_dvfa/regulierung/ansfug/dok/35920txt.php).

Friedrichsen, Sönke/Weisner, Arnd, Das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts – Wesentliche Neuerungen im Bereich geschlossener Fonds, ZIP 2012, 756, <http://zip-online.de/9d1f78e17771f23dcfac10c09e05df2b>.

Graumarktgesetz in Kraft, ZIP 2012, A 46 Nr. 175, <http://zip-online.de/638b91f7a64f8efb7764b45e5e537418>.

Herkströter, Caroline und Krause, Martin, <http://www.nortonrose.com/people/3549/caroline-herkstroterAktuelles> zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz - AnsFuG / Update on the Investor Protection and the Functionality Improvement Act Februar 2011 / February 2011, Norton-Rose, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/34144/aktuelles-zum-anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz-ansfug--update-on-the-investor-protection-and-the-functionality-improvement-act>.

Isenbart, Friedrich (die bank 3.2012), 28.02.12, 13:57, Personal, [http://www.bankrecht-und-bankpraxis.de/index.php?id=931&tx\\_ttnews\[cat\]=18%2C31%2C33%2C34&tx\\_ttnews\[pS\]=1328050800&tx\\_ttnews\[pL\]=2505599&tx\\_ttnews\[arc\]=1&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1094&tx\\_ttnews\[backPid\]=988&cHash=40f9d2b67a1e73f5d5a0a8d5581f97](http://www.bankrecht-und-bankpraxis.de/index.php?id=931&tx_ttnews[cat]=18%2C31%2C33%2C34&tx_ttnews[pS]=1328050800&tx_ttnews[pL]=2505599&tx_ttnews[arc]=1&tx_ttnews[tt_news]=1094&tx_ttnews[backPid]=988&cHash=40f9d2b67a1e73f5d5a0a8d5581f97)

b.

Knauss, Alexander, Der „Beipackzettel“ für Finanzprodukte und andere Neuregelungen zum Anlegerschutz, 21.07.2011, <http://www.meyer-koering.de/de/meldungen/der-beipackzettel-fuer-finanzprodukte-und-andere-neuregelungen-zum-anlegerschutz-21-07-2011.1621/>.

Kolodziej, Markus, The effects of AnsFuG on German open-ended real estate funds (GOEFs) and institutional investors, EBS Real Estate Management Institute Discussion Paper 3, S. 12, [http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user\\_upload/Institut/Forschung/Working\\_Paper/AnsFuG\\_GOEFs\\_REMI\\_20\\_Dezember\\_MK\\_\\_3\\_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5](http://www.ebs-remi.de/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user_upload/Institut/Forschung/Working_Paper/AnsFuG_GOEFs_REMI_20_Dezember_MK__3_.pdf&t=1347276931&hash=ffb09184057f65c5ae30f4ecd71f7470088f10a5).

Leuring: Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, 1905.

Marbeiter, Andreas und Warner, Sabine, Das Produktinformationsblatt zum AnsFuG. Praxis-Tipps zum neuen Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz: Wann und für wen? Netzwerk 1/20, S. 20-21, [http://www.geno-tec.de/dateien/pdf/gt-artikel/Das\\_Produktinformationsblatt\\_zum\\_AnsFuG\\_Wann\\_und\\_fuer\\_wen\\_Netzwerk\\_01\\_2012.pdf](http://www.geno-tec.de/dateien/pdf/gt-artikel/Das_Produktinformationsblatt_zum_AnsFuG_Wann_und_fuer_wen_Netzwerk_01_2012.pdf).

Meyer, Julia und Florian Streiber, Neue Maßnahmen des AnsFuG in Kraft getreten (Fri Jul 22 14:38:00 CEST 2011) PLATOW Online, <http://www.platow.de/neue-massnahmen-des-ansfug-in-kraft-getreten/585344.html>.

Möllers, Wenninger: Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (NJW 2011, 1697, 1699).

Petzenhammer, Andrea „Vermögensanlagen-Informationsblatt benötigt selbst „Beipackzettel““ <http://www.petzenhammerundsievers.de/2011/11/vermogensanlagen-informationsblatt-benotigt-selbst-%E2%80%9Ebeipackzettel%E2%80%9C/>.

Real Estate Management Unit, Die Auswirkungen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) auf Offene Immobilienfonds und institutionelle Investoren, [http://www.ebs-remi.de/newsdetail-startseite.html?&cHash=b5f4e08eb8b36c639afb28e686d88d94&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1043](http://www.ebs-remi.de/newsdetail-startseite.html?&cHash=b5f4e08eb8b36c639afb28e686d88d94&tx_ttnews[tt_news]=1043).

Schäfer, Die MaComp und die Aufgaben von Compliance, BKR 2011, 187.

Seiler/Kniehase, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., 2011, vor § 104, RdNr. 8.

Terlau, Mathias und Charlotte Strese, *Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) - Neue Regeln für Bankberater, offene Immobilienfonds und für Meldepflichten im Zusammenhang mit Aktien*, 20. Juni 2011, Osborne Clarke,

<http://www.osborneclarke.de/publications/sectors/financial-services/update/2011/das-anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz.aspx>.

Wagner, *Kl.-R.*, NZG 2011, NZG Jahr 2011, Seite 609.

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

Weber, Martin, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011, NJW 2012, 274.

Wohleb, Dirk, Offenen Immobilienfonds droht das Aus, Manager Magazin Online, 09.08.2012, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/immobilien/0,2828,848919,00.html>.

Zingel, Varadinek: Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts BKR 2012, 177, 178.

## INTERNET-QUELLEN

<http://gesetzgebung.beck.de/news/anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz>.

[http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/fr/Domaines%20de%20droit/Droit\\_des\\_societes/Lois\\_typeifiantes/197/Anlegerschutz-\\_und\\_Funktionsverbesserungsgesetz\\_%28AnsFuG%29.htm](http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/fr/Domaines%20de%20droit/Droit_des_societes/Lois_typeifiantes/197/Anlegerschutz-_und_Funktionsverbesserungsgesetz_%28AnsFuG%29.htm).

[http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/197/Anlegerschutz-\\_und\\_Funktionsverbesserungsgesetz\\_%28AnsFuG%29.htm](http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/197/Anlegerschutz-_und_Funktionsverbesserungsgesetz_%28AnsFuG%29.htm).

[http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger\\_BGB1&start=//\\*\[@attr\\_id=%27bgbl111s2481.pdf%27\]](http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGB1&start=//*[@attr_id=%27bgbl111s2481.pdf%27]).

[http://www.dvfa.de/files/die\\_dvfa/regulierung/ansfug/application/pdf/konsultation\\_bafin\\_1411\\_wphgmaanzv\\_wa\\_entwurf.pdf](http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/regulierung/ansfug/application/pdf/konsultation_bafin_1411_wphgmaanzv_wa_entwurf.pdf).

[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2011/bj\\_1103s.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2011/bj_1103s.pdf?__blob=publicationFile).

<http://www.nortonrose.com/files/anlegerschutz-und-funktionsverbesserungsgesetz-pdf-592-kb-31152.pdf>.

[http://www.cdc-ug.de/fileadmin/user\\_upload/pdf/InformationenAnsFuG.pdf](http://www.cdc-ug.de/fileadmin/user_upload/pdf/InformationenAnsFuG.pdf).

[http://kreditrechtinstitut.de/files/v3\\_Das\\_neue\\_Recht\\_der\\_offenen\\_Immobilienfonds.pdf](http://kreditrechtinstitut.de/files/v3_Das_neue_Recht_der_offenen_Immobilienfonds.pdf)