

Das neue Kapitalanlagegesetzbuch

Tagung vom 14./15. Juni 2013 an der Juristischen Fakultät Augsburg

von

Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Dr. Andreas Kloyer

1. Auflage

Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Möllers / Kloyer

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Kapitalanlagerecht



Verlag C.H. Beck München 2014

Verlag C.H. Beck im Internet:

www.beck.de

ISBN 978 3 406 65618 7

von ausgeht, dass der Investor, der 20 000 € in einen 1-Objekt-Fonds investiert, weitere Anlagen (sei es in 1-Objekt-Fonds, diversifizierte Fonds oder andere Finanzinstrumente) tätigt.

Die Risikomischung wird bei offenen Fonds unabhängig von der Anlegerqualifikation verlangt.³⁷ Soweit man die Risikomischung auch auf offene Spezial-AIF erstreckt, wird man dies wohl als Umsetzung von Art. 17 AIFMD zum Liquiditätsmanagement verstehen müssen. Proportional zur Konzentration der Anlagegegenstände steigt nämlich das Risiko der Illiquidität des Fonds, wenn Anleger die Anteilsrücknahme verlangen. Die Vorgabe lässt sich des Weiteren mit dem Täuschungsverbot³⁸ rechtfertigen: Hielte z.B. ein offener Immobilienfonds ausschließlich eine Immobilie, wäre das Rücknahmeversprechen nicht glaubwürdig, der Fondstyp also irreführend gewählt.³⁹ Die Grundentscheidung pro Diversifikation bei offenen Investmentvermögen setzt sich bei den Rechtsformen fort.⁴⁰ Wo sie fehlt, wie sonderbarerweise bei den offenen Sondervermögen, ist dies ein Redaktionsversehen.

Die Dichotomie zeigt sich dann überwiegend in den Details. Bei *Publikumsfonds* müssen die Anlegerinformationen auf die eingeschränkte Risikomischung hinweisen⁴¹ und das Grundprinzip der Risikomischung wird durch den Typenzwang (§ 214 KAGB) vertieft. Die typusspezifischen

³⁷ Vgl. § 214 Abs. 1 KAGB: „Offene Publikums-AIF müssen nach dem Grundsatz der Risikomischung an[ge]legt sein.“ § 282 Abs. 1 KAGB: „(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss die Mittel des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF nach dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage anlegen.“

³⁸ Vgl. Täuschungsverbot in §§ 4 Abs. 1, 165 Abs. 1 S. 2, 166 Abs. 3 S. 2, 302 Abs. 1 S. 2 und Abs. 7 Nr. 1 KAGB.

³⁹ In der Praxis halten offene Immobilienfonds erhebliche Anteile liquider Finanzinstrumente.

⁴⁰ Vgl. § 110 Abs. 2 KAGB: „Satzungsmäßig festgelegter Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital muss ausschließlich die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festen Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage ... zum Nutzen ihrer Aktionäre sein.“ § 125 Abs. 2 KAGB: (2) Gesellschaftsvertraglich festgelegter Unternehmensgegenstand der offenen Investmentkommanditgesellschaft muss ausschließlich die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festgelegten Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage nach den §§ 273 bis 284 zum Nutzen ihrer Anleger sein.“ Dazu *Zetzsche*, Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, AG 2013, 613, 615.

⁴¹ Vgl. § 165 Abs. 6 KAGB: „Im Verkaufsprospekt eines Investmentvermögens, das einen anerkannten Wertpapierindex nachbildet, muss an hervorgehobener Stelle darauf hingewiesen werden, dass der Grundsatz der Risikomischung für dieses Investmentvermögen nur eingeschränkt gilt.“ § 262 Abs. 1 S. 4 KAGB: „Für den Zeitraum nach Satz 3, in dem der geschlossene Publikums-AIF noch nicht risikogemischt investiert ist, sind die Anleger in dem Verkaufsprospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen gemäß § 268 darauf hinzuweisen.“; § 262 Abs. 2 S. 2 KAGB („Wenn für den geschlossenen inländischen Publikums-AIF ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung investiert wird, müssen der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen an hervorgehobener Stelle auf das Ausfallrisiko mangels Risikomischung hinweisen.“).

Anlagegrenzen⁴² sind strenger als das Grundprinzip der Risikomischung, wonach mindestens drei Anlagegegenstände geboten sind.⁴³ Auf beides wird für Spezial-AIF verzichtet.

2. Vertriebsregulierung

- 333** Neben die Produktregulierung treten Vertriebsregeln nach dem Vorbild der UCITS IV-Richtlinie. U.a. gibt es einen Katalog obligatorischer Prospektangaben. Eine wesentliche Anlegerinformation – im Fachjargon KIID – ist Pflicht.⁴⁴ Der letzte Anteilswert (NAV), die wesentliche Anlegerinformation, der Verkaufsprospekt und der letzte Jahres- und Halbjahresbericht sind kostenlos zur Verfügung zu stellen.⁴⁵ Bei Dachhedgefonds ist auf Risiken hinzuweisen.⁴⁶ An (semi-)professionelle Anleger wird demgegenüber mit weniger Detailinformation, Formalismus und ohne KIID vertrieben.⁴⁷

⁴² Vgl. für Immobilienfonds § 243 Abs. 1 KAGB: „Der Wert einer Immobilie darf zur Zeit des Erwerbs 15 Prozent des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen. Der Gesamtwert aller Immobilien, deren einzelner Wert mehr als 10 Prozent des Wertes des Sondervermögens beträgt, darf 50 Prozent des Wertes des Sondervermögens nicht überschreiten. Bei der Berechnung der Werte werden aufgenommene Darlehen nicht abgezogen.“; für gemischte Investmentvermögen § 219 Abs. 5 KAGB: „Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf in Anteile oder Aktien nach Absatz 1 Nummer 2 Buchstabe b insgesamt nur bis zu 10 Prozent des Wertes des Investmentvermögens anlegen. Nach Maßgabe des § 207 Absatz 1 darf die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in Anteile oder Aktien an einem einzigen Investmentvermögen nach § 196 Absatz 1 Satz 1 und 2 insgesamt nur in Höhe von bis zu 20 Prozent des Wertes des Investmentvermögens anlegen; § 207 Absatz 2 ist nicht anzuwenden.“; für sonstige Sondervermögen § 221 KAGB: „(3) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf in Anteile oder Aktien an anderen Sonstigen Investmentvermögen sowie an entsprechenden EU-AIF oder ausländischen AIF nur bis zu 30 Prozent des Wertes des Sonstigen Investmentvermögens anlegen. (4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf in Vermögensgegenstände im Sinne des § 198 nur bis zu 20 Prozent des Wertes des Sonstigen Investmentvermögens anlegen.“ Für Dachhedgefonds § 225 Abs. 4 S. 1: „Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf nicht mehr als 20 Prozent des Wertes eines Dach-Hedgefonds in einem einzelnen Zielfonds anlegen.“

⁴³ Vgl. § 262 Abs. 1 S. 2 KAGB: „Der Grundsatz der Risikomischung im Sinne des Satzes 1 gilt als erfüllt, wenn 1. entweder in mindestens drei Sachwerte im Sinne des § 261 Absatz 2 investiert wird und die Anteile jedes einzelnen Sachwertes am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleichmäßig verteilt sind oder 2. bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist.“

⁴⁴ §§ 164, 166 (offene Fonds) i.V.m. Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1.7.2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden, ABl. Nr. L 176 1) sowie §§ 268, 270 (geschlossene Fonds), jeweils i.V.m. §§ 306, 318 Abs. 5, 320 Abs. 1 Nr. 3 KAGB.

⁴⁵ § 297 Abs. 2 KAGB.

⁴⁶ § 297 Abs. 7 KAGB.

⁴⁷ § 307 KAGB.

Soweit semiprofessionelle den professionellen Anleger gleichgestellt werden, könnte die Ausgestaltung der Vertriebsprivilegierung im KAGB in Kürze wieder zu revidieren sein. Der Entwurf einer PRIP-VO verlangt eine wesentliche Anlegerinformation für alle „Kleinanleger“ i.S.d. Europarechts – zu denen derzeit auch die semiprofessionellen Anleger des KAGB zählen.⁴⁸ 334

3. Aufsicht und Haftung

Verstärkt wird die Unterscheidung zwischen qualifizierten und Privatanlegern durch eine intensivierte Aufsicht und Haftung. So sind etwa die Anlagebedingungen von Publikumsfonds genehmigungspflichtig, die von Spezialfonds nur der BaFin vorzulegen.⁴⁹ Der Anbieter von Publikumsfonds haftet bei *Nichtveröffentlichung* eines Verkaufsprospekts.⁵⁰ Die Parallelvorschrift für Spezialfonds verweist nicht auf diese Anspruchsgrundlage,⁵¹ so dass qualifizierten Anlegern bei *Nichtübermittlung* der Vertriebsinformationen nur ein Widerrufsrecht zusteht.⁵² 335

Auch bei „kleinen“ KVwG unterscheidet das KAGB zwischen Spezial-AIF und Publikums-AIF. Die Geschäftsleiter von KVwG, die Spezial-AIF verwalten, müssen nicht aufsichtsrechtlich als „fit & proper“ geprüft sein. § 44 Abs. 4 Nr. 6 KAGB verlangt ebendies für Publikums-„Energiegenossenschaften“ und geschlossene Publikums-Fonds.⁵³ 336

Ratio ist jeweils: Qualifizierte Anleger können und müssen sich selbst vor unkundigen oder unehrlichen Intermediären sowie Anlagerisiken schützen. Dies geschieht durch Due Diligence und Reputationsmechanismen. Abgesichert wird die Zwei-Klassen-Gesellschaft durch das Verbot klassenübergreifender Master-Feeder-Fonds und Verschmelzungen.⁵⁴ Die Separierung wäre wenig wert, könnte man anlegerschützende Vorschriften auf diesem Weg umgehen. 337

⁴⁸ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, COM (2012) 352 final (PRIP-VO), dort Art. 4 c): „(c) „Kleinanleger“ sind „i) Kleinanleger im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 12 der Richtlinie 2004/39/EG“ und „ii) Kunden im Sinne der Richtlinie 2002/92/EG.“

⁴⁹ Vgl. § 163 und § 96 Abs. 2 S. 3 (Publikumsfonds) gegen § 273 und § 96 Abs. 2 S. 4 (Spezialfonds).

⁵⁰ § 306 Abs. 5 KAGB.

⁵¹ § 307 Abs. 3 KAGB.

⁵² § 307 Abs. 2 i. V. m. § 305 KAGB. Zu den wirtschaftlichen Unterschieden vgl. im vorliegenden Werk Möllers, Das Haftungssystem nach dem KAGB.

⁵³ Vgl. den Verweis auf § Abs. 4a und 5 KAGB.

⁵⁴ §§ 280, 281 KAGB.

IV. Verhältnis zu anderen europäischen Rechtsakten

- 338 Die Anlegerdichotomie wirft verschiedene Fragen auf.
1. KAGB vs. MiFID: Definition, Opt-in/Opt-out?
- 339 Der erste Fragenkomplex betrifft das Verhältnis zur Anlegerqualifikation der MiFID.⁵⁵
- 340 a) Professioneller Anleger (AIFMD) vs. Professioneller Kunde (MiFID). Zu kurz greift die pauschale Gleichstellung der professionellen Anleger mit den professionellen Kunden nach § 31a Abs. 2 WpHG⁵⁶: „Professioneller Anleger [i.S.d. KAGB⁵⁷] ist jeder Anleger, der im Sinne von Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann.“ [Hervorhebung durch Vf.] Aufgrund des zweiten Halbsatzes muss der durch Intermediärsakt gekorene, also nach § 31a Abs. 7 WpHG nur potentiell professionelle Kunden als professioneller Anleger behandelt werden. Unabhängig vom Opt-in sind Angehörige dieser Kategorie immer professionelle Anleger i.S.d. KAGB. Dem Wortlautunterschied zwischen Kunden (WpHG/MiFID) und Anleger (KAGB/AIFMD) kommt also durchaus Bedeutung zu.⁵⁸
- 341 Aus dem gleichen Grund muss der geborene professionelle Kunde gem. § 31a Abs. 2 WpHG immer professioneller Anleger sein, und zwar auch dann, wenn er nach § 31a Abs. 6 WpHG hinausoptiert hat. Auch dann ist dem Wortlaut der Definition entsprochen: ein solcher Anleger kann auf Antrag professioneller Anleger sein. Verhältnismäßig reduziert sich die Relevanz der semiprofessionellen Anleger, denn beide Gruppen sind zwar nicht rechtlich, wohl aber tatsächlich häufig deckungsgleich.
- 342 Demgegenüber überzeugt das Argument, der semiprofessionelle Anleger nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB sei dem gekorenen professionellen Kunden nach § 31a Abs. 7 WpHG nachempfunden und solle diesen ersetzen, nicht. Denn in § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB findet sich keinerlei Bezug

⁵⁵ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID), ABl. Nr. L 145, 1.

⁵⁶ Die Europäische Kommission verlangt in der Verordnung Anhang IV Nr. 17 des Formblatts für die Berichterstattung, welches Teil der Level 2-Verordnung (Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19.12.2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, ABl. Nr. L 83, S. 1 ff.) ist, Angaben zu den „professionellen Kunden nach der Richtlinie 2004/39“. Dabei dürfte es sich nicht um eine bewusste Entscheidung, sondern einen Redaktionsfehler handeln; im Folgenden werden nämlich als zweite Kategorie die von der AIFMD genannten „Kleinanleger“ (statt der MiFID-„Kunden“) genannt.

⁵⁷ § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB.

⁵⁸ Vgl. Zetzsche/Eckner, Investor Information, Disclosure and Transparency in Zetzsche, AIFMD (oben Fußn. 9), S. 333, 360.

zu § 31a Abs. 7 WpHG. Ein Detailvergleich belegt Abweichungen zwischen den beiden Vorschriften. Zudem belegt die Regierungsbegründung, dass man sich nicht an § 31a Abs. 7 WpHG, sondern der Verordnung über Europäischen Venture Capital-Fonds orientiert hat.⁵⁹

b) Maßgeblichkeit des Erwerbszeitpunkts. Des Weiteren ist der Schritt vom Publikums- zum *semiprofessionellen* Anleger des KAGB *in Bezug auf die jeweilige KVwG endgültig*. Dafür bieten Administrationsprobleme und die potentielle Haftung der KVwG bei einem Anlegerwechsel die teleologische Basis. Formell ergibt sich das aus dem Fehlen einer Regelung im KAGB (und übrigens auch der EuVeCa-VO) zum *actus contrarius* entsprechend § 31a Abs. 6 WpHG, wonach man sich vom semiprofessionellen zum Privatanleger zurückstufen lassen könnte. Für eine Analogie zum WpHG fehlt die vergleichbare Interessenlage: Das Individualgeschäft der Wertpapierdienstleistung unterscheidet sich *in diesem Punkt* von dem auf Gleichförmigkeit und Skaleneffekten ausgerichteten Kollektivgeschäft der Investmentvermögen. 343

Wie lässt sich diese Erkenntnis mit dem Schritt des Finanzausschuss des Deutschen Bundestags vereinbaren, den Erwerbszeitpunkt bei Spezial-AIF für maßgeblich zu erklären? AIF-Anteile durften nach dem Regierungsentwurf, der dem Richtlinienwortlaut entsprach, nur von qualifizierten Anlegern „gehalten“ werden. In der Schlussfassung dürfen diese nur von qualifizierten Anlegern „erworben“ werden. „Die Änderung dient der Klarstellung, dass es für die Qualifikation des Anlegers als professionell oder semiprofessionell auf den Zeitpunkt des Erwerbs des Anteils am Investmentvermögen ankommt.“⁶⁰ Nach Anteilserwerb eintretende Veränderungen des Anlegerstatus lassen die Pflichten der KVwG in Bezug auf Typenzwang, Anlageverhalten und Anlegerinformation somit unberührt. Dies ist nach der hier vertretenen Auffassung für den Fall von Bedeutung, dass sich ein zunächst Privatanleger später für den Opt-in als semiprofessioneller Anleger entscheidet oder aus einem Privatanleger ein professioneller Anleger wird (z.B. bei Juristischen Personen, die die Schwellenwerte des § 31a Abs. 2 WpHG überschreiten). Die nachträgliche Qualifikation des Anlegers heilt einen vorgängigen Pflichtverstoß des Intermediärs nicht. 344

c) Weiter Marktbegriff gem. § 31a Abs. 7 S. 3 WpHG. Des Weiteren stellt sich die Frage, wie die *professionelle* Anlegerschaft zu ermitteln ist. § 31a Abs. 7 S. 3 Nr. 1 WpHG stellt auf die Aktivität des Anlegers „an dem Markt, an dem die Finanzinstrumente gehandelt werden“ ab. Sekun- 345

⁵⁹ Vgl. BT-Drucks. 17/12294 (oben Fußn. 16), S. 204: „Die Definition semiprofessioneller Anleger in Buchstabe a ist angelehnt an die Definition von anderen Anlegern in Artikel 6 des Vorschlags der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds, wobei jedoch im Hinblick auf die Mindestinvestmentsumme die Regelung von § 2 Nummer 3 Buchstabe c des Vermögensanlagengesetzes herangezogen wird ...“

⁶⁰ BT-Drucks. 17/13395, S. 647. Gleichlautend angepasst wurden § 91 Abs. 2, § 110 Abs. 3, in § 125 Abs. 2 S. 2, in § 127 Abs. 1 S. 1, in § 142 S. 2, in § 150 Abs. 2 S. 2 und in § 262 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 in dem Satzteil vor Buchstabe a.).

därmarkthandel mit Fondsanteilen ist wenig verbreitet, es überwiegt der Primärmarkterwerb vom Emittenten. Danach würde kaum ein Anleger der Kür fähig sein.

- 346 Die im Jahr 2007 in Kraft getretene Vorschrift wurde jedoch nicht mit Blick auf Fonds konzipiert: Art. 2 Abs. 1 lit. h MiFID statuiert für Organismen für gemeinsame Anlagen eine Bereichsausnahme, weil „besondere, unmittelbar auf ihre Tätigkeit zugeschnittene Regeln“ gelten.⁶¹ Werden Fonds ex post einbezogen, muss der durch § 31a Abs. 7 WpHG umgesetzte Anhang II der MiFID jedenfalls kontextspezifisch und mit Blick auf die Besonderheiten der Fondstätigkeit ausgelegt werden. Danach ist eine enge Auslegung abzulehnen, wonach die Transaktionszahl allein nach (1) dem spezifischen Fonds, (2) der Art des Fonds (geschlossen oder offen), (3) den Anlagegegenständen (z.B. nur Immobilien, nur Aktien) und (4) der emittierenden KVG ermittelt wird. Eine solche Auslegung würde ein wenig ratsames Klumpenrisiko oder unprofitable Hyperaktivität bei dem Anleger als Kriterium für dessen Professionalität implizieren, der doch als kundiger Anleger beides vermeiden soll. Auch eine Begrenzung des Marktes „auf Fonds“ (als Ganzes) ist abzulehnen. Im Gegensatz zu einzelnen Wertpapieren, Finanzinstrumenten etc. liegt die Bündelung mehrerer Geschäfte in der Natur der Sache – kundige Fondsanleger sind per se weniger aktiv, weil die Aktivität statt auf Anleger- auf *Anlageebene* (im Fonds!) stattfindet.

- 347 Aber auch jede andere Grenzziehung, z.B. die zwischen komplexen und nichtkomplexen Finanzinstrumenten ist willkürlich. Es soll ja gerade in der Kapazität des professionellen Anlegers begründet sein, in komplexe Instrumente anzulegen. Vor diesem Hintergrund muss der relevante Markt großzügig bestimmt sein. Es ist gerechtfertigt, *jeden* Handel in Finanzinstrumenten für die Ermittlung der Anlegerqualifikation heranzuziehen.

2. Prospektrichtlinie als Durchbrechung

- 348 Gerade in Bezug auf die Anlegerdichotomie wirft das Verhältnis zum EU-Pass der Prospektrichtlinie Fragen auf, weil mit solchen Prospekten Wertpapiere in Bezug auf geschlossene Fonds *an Privatanleger* vertrieben werden können. Nach Art. 43 AIFMD können die Mitgliedstaaten den Vertrieb *an Kleinanleger* betreffende Regeln nur „unbeschadet anderer Rechtsakte der Union“ erlassen. Ein solcher Rechtsakt ist die Prospekt-Richtlinie⁶²: Anhang XV der Prospektverordnung betrifft Organismen

⁶¹ Vgl. dazu den 15. Erwägungsgrund der MiFID: „Es ist erforderlich, Organismen für gemeinsame Anlagen und Pensionsfonds, unabhängig davon, ob sie auf Gemeinschaftsebene koordiniert worden sind, sowie die Verwahr- und Verwaltungsgesellschaften derartiger Organismen aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie auszunehmen, da für sie besondere, unmittelbar auf ihre Tätigkeit zugeschnittene Regeln gelten.“

⁶² Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospekt-Richtlinie), *ABl. Nr. L 345*, 64.

für gemeinsame Anlagen der geschlossenen Form. Ausdrücklich bestätigt der 60. Erwägungsgrund der AIFMD, dass die Prospekt-Richtlinie „ebenfalls den Vertrieb von AIF an Anleger in der Union regeln“ kann.⁶³ Damit verbunden ist die Prospektaufsicht im Heimatstaat des Emittenten.

Die offiziöse Meinung der Europäischen Kommission zum Verhältnis von Prospekt-Richtlinie und nationaler Gesetzgebung ist ambivalent: „It follows that in such cases the rules of the Prospectus Directive will also apply. Therefore both regimes apply.“⁶⁴ Wie aber soll dies geschehen?

Aus Art. 61 Abs. 2 AIFMD⁶⁵ folgt, dass die Zulassung und Notifikationspflicht als AIF-KVwG gem. §§ 53, 54, 316 und 323 KAGB neben das Prospektrecht tritt. Jede EU-/EWR-KVwG benötigt somit eine nationale oder grenzüberschreitende Notifikation als AIF-Verwalter sowie des zu vertreibenden Produkts. Daneben muss die KVwG gem. Art. 23 Abs. 3 AIFMD⁶⁶ einige abschließend aufgezählte Angaben in den Wertpapierprospekt aufnehmen.

Fraglich ist, ob mit dieser Notifikation eine Verpflichtung zur Einhaltung der privatanlegerschützenden Produktregulierung des KAGB ein-

⁶³ Vgl. dazu den 60. Erwägungsgrund AIFMD: „Anteile eines AIF sollten nur dann an einem geregelten Markt in der Union notiert oder von Dritten, die für den AIFM in einem bestimmten Mitgliedstaat tätig sind, an geboten bzw. platziert werden dürfen, wenn der AIFM, der die AIF verwaltet, selbst Anteile des AIF in diesem Mitgliedstaat vertreiben darf. Darüber hinaus können andere nationale Rechtsvorschriften oder Rechtsvorschriften der Union, wie etwa die Richtlinie 2003/71/EG ... oder die Richtlinie 2004/39/EG, ebenfalls den Vertrieb von AIF an Anleger in der Union regeln.“

⁶⁴ S. dazu auch die Antwort der Europäischen Kommission im Rahmen des Q&A-Verfahrens zur AIFMD, ID 1178, verfügbar unter <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1178> (Abruf v. 16.7.2013). Marketing to retail investors: „If the possibility for derogation provided for in Article 43 is used by Member States, it seems that there is a possible overlap between the AIFMD and the Prospectus Directive. For this purpose, Article 43 starts with the wording „Without prejudice to other instruments of Union law ...“. It follows that in such cases the rules of the Prospectus Directive will also apply. Therefore both regimes apply.“

⁶⁵ Art. 61 Abs. 2 AIFMD lautet: „Die Artikel 31, 32 und 33 dieser Richtlinie gelten nicht für den Vertrieb von Anteilen an AIF, die Gegenstand eines laufenden öffentlichen Angebots mittels eines Prospekts sind, der gemäß der Richtlinie 2003/71/EG vor dem 22. Juli 2013 erstellt und veröffentlicht wurde, solange dieser Prospekt Gültigkeit hat.“

⁶⁶ Umgesetzt im KAGB in § 307 Abs. 4 („Ist die AIF-Verwaltungsgesellschaft durch das Wertpapierprospektgesetz oder durch die Richtlinie 2003/71/EG verpflichtet, einen Wertpapierprospekt zu veröffentlichen, so hat sie die in Absatz 1 genannten Angaben entweder gesondert oder als ergänzende Angaben im Wertpapierprospekt offenzulegen.“) und § 318 Abs. 3 („Für EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften oder ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften, die nach der Richtlinie 2003/71/EG einen Prospekt zu veröffentlichen haben, bestimmen sich die in diesen Prospekt aufzunehmenden Mindestangaben nach dem Wertpapierprospektgesetz und der Verordnung (EG) Nr. 809/2004. Enthält dieser Prospekt zusätzlich die in den Absätzen 1 und 2 geforderten Angaben, muss darüber hinaus kein Verkaufsprospekt erstellt werden. Die Absätze 4 und 6 gelten entsprechend.“)

hergeht. Insoweit sind bei Gebrauch eines Prospekts für OGA-Wertpapiere an Privatanleger folgende Fälle zu unterscheiden: (1) Eine inländische KVwG legt einen inländischen AIF auf. (2) Eine EU-/EWR-KVwG legt einen inländischen AIF auf. (3) Eine inländische KVwG legt einen EU-/EWR-AIF auf. (4) Eine EU-/EWR-KVwG legt einen Eu-/EWR-AIF auf. In den Fällen (1) und (2) ist der AIF im Inland ansässig, in den Fällen (3) und (4) im Ausland. Weil sich die Produktregulierung nach dem Sitzstaat des AIF richtet, ist in den Fällen (1) und (2) die Produktregulierung des KAGB für Privatanlegerfonds einschlägig, im Übrigen die des Herkunftsstaats des AIF, welche deutlich weniger ausgeprägt sein kann.

- 352 Dann stellt sich die Folgefrage, ob der Vertrieb im Geltungsbereich des KAGB an weitere, insbesondere zusätzliche Informationspflichten inhaltlicher⁶⁷ und formeller Art⁶⁸ und die Prospektprüfung nach den Maßstäben des KAGB geknüpft werden kann. Dies richtet sich nach der Auslegung des Art. 43 Abs. 1, 1. Unterabsatz AIFMD. Danach sind Vorschriften der Mitgliedstaaten zum Vertrieb von AIF an Privatanleger nur unbeschadet weiterer europäischer Vorschriften (s.o.) zulässig. Nimmt das europäische Prospektrecht durch KAGB-Vorschriften Schaden, i. e. wird der Europäische Prospektpass durch weitere Prospektanforderungen und –billigungen eingeschränkt, ist die maßgebliche KAGB-Vorschrift unzulässig. Dass diese Auslegung zwingend ist, ergibt sich aus Sinn und Zweck von Art. 23 Abs. 3 AIFMD: Die Vorschrift ist entbehrlich, wenn sie nationale Zusatzinformationspflichten beim Fondsvertrieb *an Privatanleger* nicht begrenzt. Denn eine Prospektspflicht besteht nur bei einem öffentlichen, i. e. an eine gewisse Anzahl von Privatanlegern gerichteten Angebot.⁶⁹
- 353 Daher muss es bei der europäischen Pflichtinformation nach der Prospekt-Richtlinie bleiben. Zusatzpflichten sind im Geltungsbereich von Anhang XV der ProspektVO nicht mit Verweis auf Art. 43 AIFMD zu rechtfertigen. Dieses Ergebnis ist aus den Bestimmungen des KAGB,⁷⁰ der

⁶⁷ I. e. weitere Angaben.

⁶⁸ Z. B. wesentliche Anlegerinformation.

⁶⁹ Vgl. § 3 Abs. 2 i. V. m. § 2 Nr. 6 KAGB.

⁷⁰ Nach § 295 Abs. 8 KAGB bleibt die Prospekt-Richtlinie (oben Fußn. 62) zwar „unberührt“, allerdings nur dann, wenn sämtliche in § 269 KAGB genannten Anforderungen in den – dann – Wertpapierprospekt aufgenommen sind und aus den Vorschriften Kapitels 4 (§§ 293–336) KAGB nichts anderes hervorgeht. Nimmt man dies wörtlich, kehrt sich das in Art. 43 AIFMD angelegte Regel-Ausnahme-Verhältnis um. Unklar ist auch, ob damit explizit die Prospekt-Richtlinie betreffende Vorschriften gemeint sind. Siehe zudem § 268 Abs. 1 S. 3 KAGB: „Die Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospekts gilt nicht für solche geschlossenen AIF-Publikumsinvestmentaktiengesellschaften, die einen Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz er stellen müssen und in diesen Prospekt zusätzlich die Angaben gemäß § 269 als ergänzende Informationen aufnehmen.“

§ 293 Abs. 1 Nr. 5: „Vertrieb ist das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzen von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens oder das Werben für ein Investmentvermögen. Als Vertrieb gilt nicht, wenn ... 5. in einen Prospekt für Wertpapiere Mindestangaben nach § 7 des Wertpapierprospektgesetzes oder Zu-