UNZICKER.
Rechtsanwälte

PROSPEKTPFLICHT ODER AUSNAHME?

Abgrenzungen und Fallstricke im Vermögensanlagengesetz

33. Windenergietage 2025
Forum 9

1 EINFÜHRUNG

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Art der Aufsicht

Vollregulierung eines Unternehmens	**Prospektpflicht** beim öffentlichen Angebot eines Finanzinstruments	**Marktverhaltensregelungen** (einschließlich vertriebsbezogene Regelungen)
• KWG • WpIG • KAGB • ZAG	• EU-ProspektVO (Wertpapiere) • VermAnlG (Vermögensanlagen)	• WpHG • FinVermV

1 EINFÜHRUNG

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes

Vermögensanlagen gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG → Öffentliches Angebot → Subsidiarität

2 VERMÖGENSANLAGENGESETZ

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Subsidiarität

Kein Vorrangiger Anwendungsbereich des KAGB

Kein vorrangiger Anwendungsbereich des KWG

Keine Prospektpflicht nach EU-Prospekt-VO

Keine Anwendbarkeit der (EU) VO 2019/1937 („ECSP-VO“)

2 VERMÖGENSANLAGENGESETZ

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Vermögensanlagen gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG

Unternehmerische Beteiligung	Treuhandvermögen	Partiarische Darlehen	**Nachrangdarlehen**
Genussrechte	Namensschuldverschreibungen	Direktbeteiligungen/“Sonstige Anlagen“	Edelmetallanlagen

2 VERMÖGENSANLAGENGESETZ

UNZICKER.
Rechtsanwälte

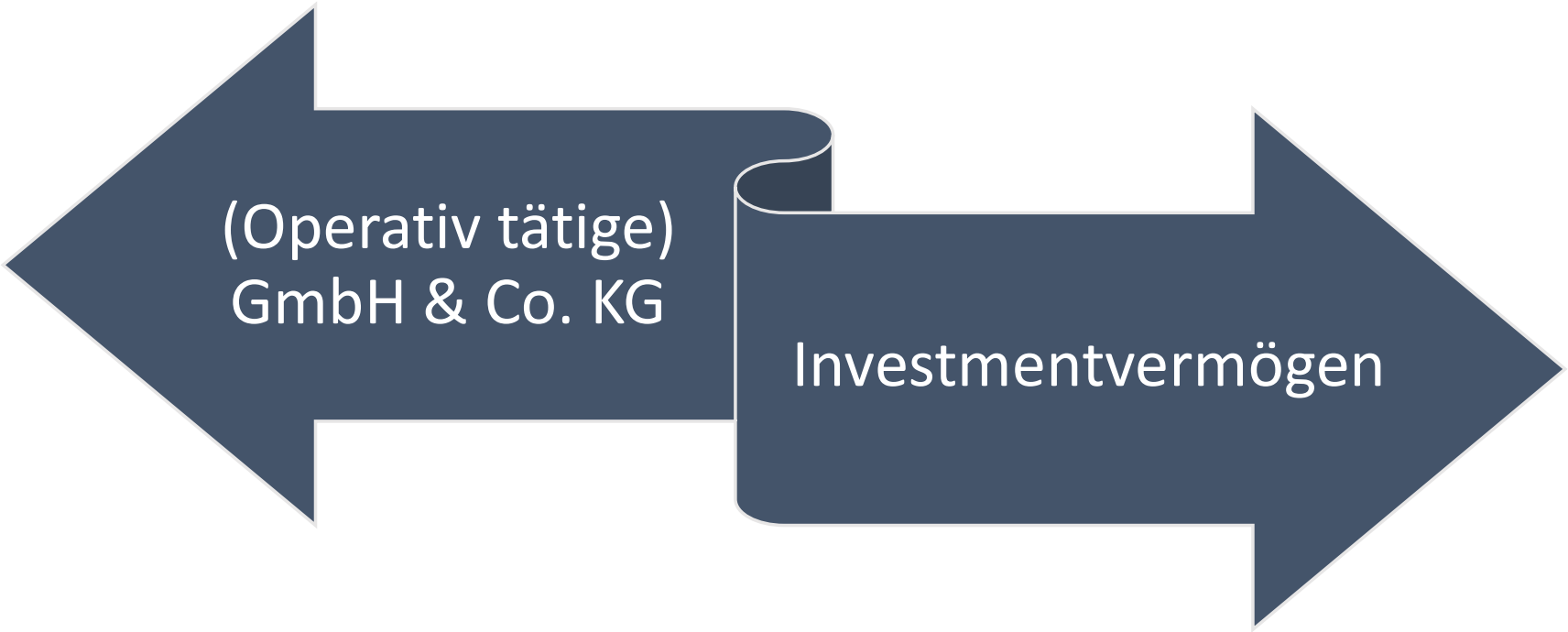
Öffentliches Angebot

- Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die **ausreichende Informationen** über die **Angebotsbedingungen** und die anzubietenden Finanzinstrumente enthält, um eine Anlegerin bzw. einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung jener Wertpapiere zu entscheiden.
- BaFin-Merkblatt zum Begriff des öffentlichen Angebots gemäß Prospektverordnung vom 11.09.2025
- Autonome Begriffsbestimmung gem. EU-ProspektVO (**Wertpapierprospektrecht**)
- Die Begriffsbestimmung für das Wertpapierprospektrecht ist grundsätzlich auf das **Vermögensanlagenrecht** übertragbar.

3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Unternehmerische Beteiligung versus Investmentvermögen (§ 1 Abs. 1 KAGB)



3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

„Nicht-operative Geschäftstätigkeit" (§ 1 Abs. 1 KAGB)

- Wesentliches Abgrenzungsmerkmal für das Vorliegen eines Investmentvermögens und damit der Anwendbarkeit des KAGB: „**Nicht-operative Tätigkeit** außerhalb des Finanzsektors"
- Bei **operativer Geschäftstätigkeit**: Beteiligungen an einer GmbH & Co. KG als Vermögensanlage gem. § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG.
- Verwaltungspraxis der **BaFin**: **Bürgerenergieprojekte** oder sonstige Unternehmen, die **Anlagen** (z.B. Biogas-, Solar- oder Windkraftanlagen) im Rahmen eines laufenden Geschäftsbetriebs **selbst betreiben**, sind als operativ tätige Unternehmen anzusehen.
- **Auslagerung** auf andere Unternehmen lässt operative Geschäftstätigkeit unberührt, solange die strategischen Entscheidungen beim Unternehmen verbleiben.
- Operative Tätigkeit kann allerdings entfallen bei **Mehrebenenstrukturen**, wenn Anleger an einer „Dachgesellschaft" beteiligt sind und die Anlage über vorgelagerte Projektgesellschaften gehalten werden.

3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

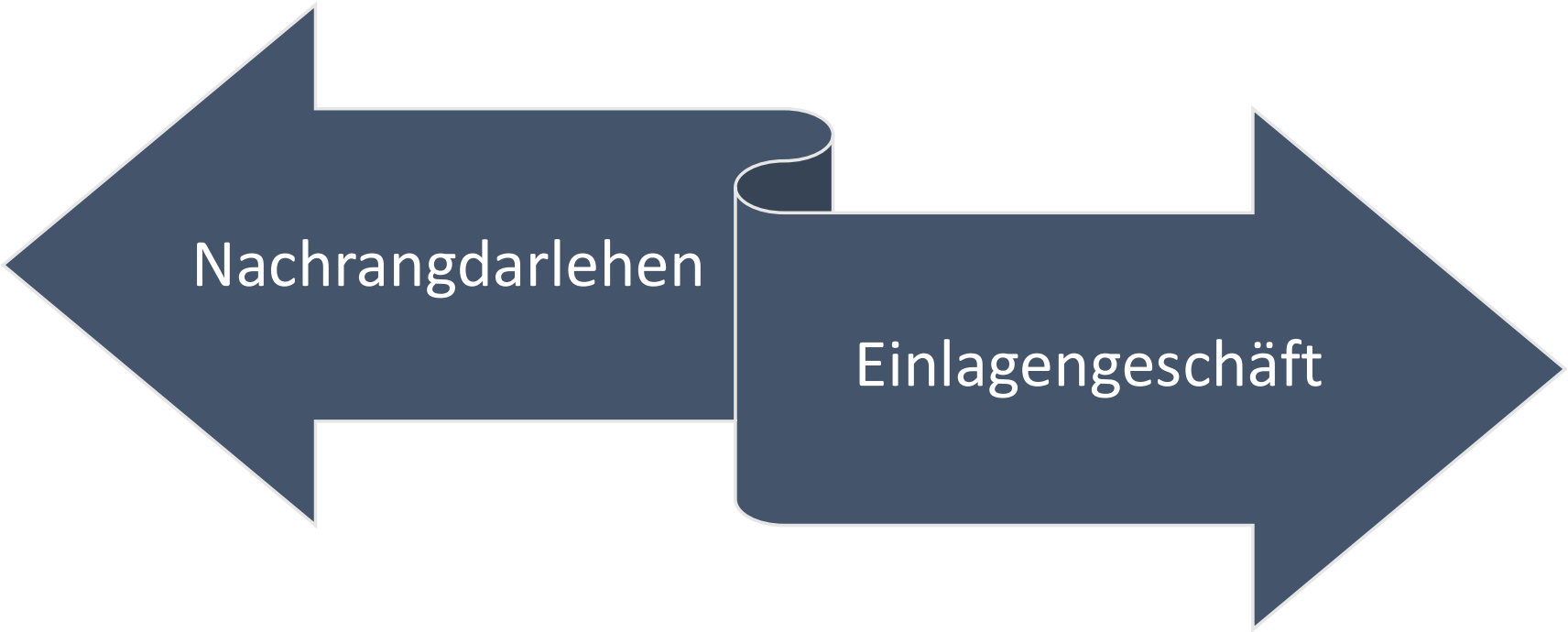
Rechtsfolgen einer „operativen Geschäftstätigkeit"

- Bei Vorliegen einer operativen Geschäftstätigkeit ist jede Beteiligungsform vom Anwendungsbereich des **KAGB ausgeschlossen**.
- **Auslagerung** auf andere Unternehmen lässt operative Geschäftstätigkeit unberührt, solange die strategischen Entscheidungen beim Unternehmen verbleiben.
- Sicherstellung durch Informations-, Lenkungs- und Weisungsrechte.
- **Untergeordnete** Anlagetätigkeiten unschädlich.

3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Unternehmerische Beteiligung versus Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG)



3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Nachrangdarlehen versus Einlagengeschäft (I)

- Ein „Nachrangdarlehen" ist (nur) dann als Vermögensanlage gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG einzustufen, wenn ein **qualifizierter Rangrücktritt** vereinbart wurde.
- Nur dann entfällt das Tatbestandsmerkmal der „unbedingten Rückzahlbarkeit" des Darlehens gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG (Einlagengeschäft).
- Für einen qualifizierten Rangrücktritt ist zum einen erforderlich, dass der Anleger **im Insolvenzfalle** Ansprüche nur im Rang des **§ 39 Abs. 2 InsO** geltend machen kann.
- Zum anderen muss die Nachrangklausel eine **vorinsolvenzliche Durchsetzungssperre** enthalten.

3 ABGRENZUNGSFRAGEN

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Nachrangdarlehen versus Einlagengeschäft (II)

- Formularmäßige Nachrangklauseln in Nachrangdarlehensverträgen sind einer AGB-Kontrolle zugänglich (*BGH*, Urt. vom 06.12.2018, IX ZR 143/17, BGHZ 220, 280).
- Nachrangklauseln sind mit Blick auf das **Transparenzgebot** gemäß § 307 Abs. 1 S. 2 BGB zu überprüfen.
- Aus der Klausel müssen **Rangtiefe, vorinsolvenzliche Durchsetzungssperre,** deren **Dauer** und die **Erstreckung auf die Zinsen** klar und unmissverständlich hervorgehen.
- Umfassende Darstellung der **Funktionsweise** der vorinstanzlichen Durchsetzungssperre erforderlich.

4 AUSNAHMETATBESTÄNDE

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Ausnahmen von der Prospektpflicht

„Vollausnahmen“	Bereichsausnahmen
• § 2 Abs. 1 VermAnlG: Nur noch vereinzelte Vorschriften des VermAnlG anwendbar	• § 2a VermAnlG: **Schwarmfinanzierungen** • § 2b VermAnlG: Soziale Projekte • § 2c VermAnlG: Gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften • Trotz Entfall der Prospektpflicht bleiben **zahlreiche Normen des VermAnlG anwendbar** • **Widerrufsrecht** gem. § 2d VermAnlG

4 AUSNAHMETATBESTÄNDE

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Grundsatz: Restriktive Auslegung der Ausnahmen

- „Im Sinne des Anlegerschutzes ist zu beachten, dass Ausnahmen restriktiv ausgelegt und angewendet werden und in Zweifelsfällen von einer Prospektpflicht auszugehen ist."
- BaFin-Merkblatt „Prospektpflicht", Stand: 13.05.2025

5 EINZELFÄLLE

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Ausnahme bei „20-Anteile-Emission" (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a VermAnlG)

- Von derselben Vermögensanlage werden nicht mehr als 20 **Anteile** angeboten (§ 2 Abs. 3 Nr. 3 lit. a VermAnlG)
- Verwaltungspraxis der BaFin: Der „Anteil" wird errechnet aus dem Emissionsvolumen und dem Nennwert bzw. des Mindestzeichnungsbetrags.
- **Hinweispflicht,** dass Prospektpflicht nicht besteht, § 2 Abs. 2 S. 1 VermAnlG.
- Ausnahmetatbestand gilt für jede Vermögensanlage
- Gefahr von Umgehungstatbeständen (vgl. *OLG München* vom 02.11.2011, 20 U 2289/11, GWR 2011, 574)

5 EINZELFÄLLE

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Angebote an einen begrenzten Personenkreis (§ 2 Abs. 1 Nr. 6 Alt. 1 VermAnlG)

- **Qualitative Kriterien** (keine quantitativen Kriterien):
  - Angesprochene Anleger sind dem Anbieter/Emittenten bekannt (nicht notwendigerweise persönlich)
  - Ansprache nach individuellen Kriterien
  - Der angesprochene Anlegerkreis muss in einer einem Verkaufsprospekt gleichwertigen Weise vorinformiert sein, sodass das Informationsbedürfnis für einen Verkaufsprospekt entfällt (Wertungsebene).
- Ansprache der Anleger nach **individuellen Kriterien,** nicht lediglich nach objektiven Kriterien erforderlich
- In der Praxis **sehr hohe Anforderung,** die objektiv fast nie zu erreichen ist.

5 EINZELFÄLLE

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Angebote an einen begrenzten Personenkreis (§ 2 Abs. 1 Nr. 6 Alt. 1 VermAnlG)

- Keine (verschriftlichte) Verwaltungspraxis der BaFin
- Keine exakte zahlenmäßige Begrenzung
- Wertung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 07.10.2024 (nicht mehr umgesetzt): Kein Angebot an einen begrenzten Personenkreis bei mehr als 20 Anlegern.

UNZICKER.
Rechtsanwälte

VIELEN DANK!

IHR REFERENT

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Dr. Ferdinand Unzicker

Rechtsanwalt, Partner

Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht

- Bank- und Kapitalmarktrecht
- Aufsichtsrecht
- Prozessführung
- Regelmäßige Referententätigkeit und Veröffentlichungen im Bank- und Kapitalmarktrecht als Autor in Kommentaren, Handbüchern und Fachbeiträgen
- Mitglied im juristischen Beirat des Bundesverbands Windenergie (BWE)

Telefon: +49 89 99 82 972 - 0

E-Mail: unzicker@unzicker-legal.de

DIE KANZLEI

UNZICKER.
Rechtsanwälte

Unzicker Rechtsanwälte PartG mbB

Karolinenstraße 4
80538 München

Telefon +49 89 9982972 – 0
Telefax +49 89 9982972 – 99

info@unzicker-legal.de
www.unzicker-legal.de