

**STELLUNGNAHME**

**DES**

**VGF VERBAND GESCHLOSSENE FONDS e.V.**

**ZU**

*„DIE GRUNDSÄTZE ORDNUNGSGEMÄSSER BEURTEILUNG VON VERKAUFSPROSPEKTEN  
ÜBER ÖFFENTLICH ANGEBOTENE VERMÖGENSANLAGEN IDW ES 4 n.F.“*

IN DER FASSUNG VOM 07.07.2005

**ANLÄSSLICH DES FACHGESPRÄCHES MIT DEM IDW INSTITUT  
DER WIRTSCHAFTSPRÜFER, DÜSSELDORF, 30.01.2006**

**BERLIN, 27.01.2006**

## I. Einleitung

Der Hauptausschuss (HFA) des IDW hat den Entwurf einer Neufassung des IDW Standards *„Die Grundsätze ordnungsgemäßer Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen IDW ES 4 n.F.“* in der Fassung vom 07.07.2005 (im Folgenden: ES4) vorgelegt.

Der IDW hat interessierte Kreise gebeten, eventuelle Änderungs- oder Ergänzungsvorschläge zu dem Entwurf schriftlich einzureichen.

Der IDW hat für den 30.01.2006 zu einem Fachgespräch zum ES4 eingeladen. Der VGF e.V. folgt der Einladung des IDW und legt zur Vorbereitung des Gesprächs die folgende, allerdings nicht abschließende, Stellungnahme zum ES4 vor.

## II. Stellungnahme

### a. Grundsätze

Randziffer 23, Aufzählungszeichen Nr. 8:

Gemäß Ziffer 23, Aufzählungszeichen Nr. 8 ist Voraussetzung zur Auftragannahme durch den Wirtschaftsprüfer, dass Prospektgutachten nicht ohne Zustimmung des Wirtschaftsprüfers an den Anlageinteressenten weitergeben werden dürfen bzw. nur nach Haftungsfreistellung.

In den Prospekten sind des weiteren Angaben über alle möglichen Vertragsbeziehungen u.a. über Gutachten zu machen. Nach IDW darf aber das Prospektgutachten bzw. der Gutachter hierfür nicht benannt werden.

Das Interesse der Wirtschaftsprüfer an einer Haftungsfreistellung ist verständlich. Andererseits muss ein Anleger davon ausgehen, dass ein Wirtschaftsprüfer seine Prüfungstätigkeit unabhängig und gewissenhaft ausübt. Es ist daher wenig plausibel, warum das Wirtschaftsprüfergutachten bei einer Vermögensanlage nicht dem Anleger ungehindert auf dessen Nachfrage zur Verfügung gestellt werden kann. Der VGF appelliert an den IDW, im Rahmen der Förderung des Anlegerschutzes darüber nachzudenken, seine Restriktion bei der Auftragsannahme aufzugeben. Eine Lösung könnte z.B. darin liegen, gemeinsam mit dem IDW auf der politischen Ebene eine gesetzliche Regelung anzustreben, nach der Wirtschaftsprüfer – ähnlich wie bei Börsenprospekten – nur begrenzt haften. Eine solche Regelung würde es erlauben, auch die Prospektprüfungsberichte offenlegungsfähig zu machen.

Unseres Erachtens sollte es zumindest möglich sein, im Prospekt darauf hinzuweisen, dass der Prospekt nach IDW-Richtlinien geprüft wird und der Prüfer sollte benannt werden dürfen.

Randziffer 74 Nachtrag zum Verkaufsprospekt:

Nach Auffassung des IDW entsteht mit der Begebung eines § 11 VerkProspG-Nachtrags einer neuer Verkaufsprospekt. Als Konsequenz soll das Gutachten zum Ursprungsprospekt (ohne Nachtrag), nicht mehr verwendbar sein. Es ist ein neues Gutachten auf der Basis des Ursprungsprospekts und des Nachtrags zu erstellen.

Fraglich ist, aus welchem Grund ein neues Gutachten erforderlich ist. Selbst im BaFin-Gestattungsverfahren erfolgt bei Nachträgen kein neuerliches Gestattungs- und Prüfungsverfahren, sondern lediglich die Hinterlegung.

Ein Verzicht auf eine erneute Prüfung könnte nach unserer Auffassung dann erfolgen, wenn in die Auskunftvereinbarung eine Klausel aufgenommen würde, dass Sach- und Rechtslage nur per Prospektherausgabedatum geprüft wurde und daher keine Verfolgung von Änderungen stattgefunden hat.

Bleibt die Frage, wer über die Notwendigkeit eines Nachtrages entscheidet. Aus unserer Sicht ist dieses in jedem Fall der Anbieter, da hier auch die Verantwortung und damit die Haftung für den Verkaufsprospekt liegt. Hier besteht eine Gefahr, dass es zwischen Anbieter und Wirtschaftsprüfer verschiedene Auffassungen über den Eintritt „wesentlicher Änderungen“ gibt. Derzeit kann dieses dazu führen, dass bei dem Ausbleiben eines Nachtrages der Wirtschaftsprüfer die Herausgabe weiterer Prospektgutachten verweigern kann und damit Nachträge „erzwingt“.

b. Anlage 1 Inhalt von Verkaufsprospekten:

Allgemeine Anmerkung zu Anlage 1, Anlage 4:

Es wird zum Teil noch der Begriff „Beteiligungsgesellschaft“ verwendet. Besser wäre die Verwendung des Begriffs „Emittent“.

Zu 2.4.1 Klarheit der einzelnen Angaben:

In Ziffer 2.4.1 wird verlangt, dass Ausführungen im Verkaufsprospekt nicht an anderer Stelle relativiert werden dürfen.

Die BaFin verlangt jedoch mittlerweile, dass im Risikenteil eine Relativierung eines Risikos nicht unmittelbar vorgenommen werden darf, so dass die Relativierung (soweit zutreffend) zwangsläufig an einer anderen Stelle vorgenommen werden muss.

#### Zu 2.4.2. Klarheit der Gliederung von Prospekten:

Nach dem alten S4 war es den Anbietern möglich, Prospekte individuell aufzubauen. Über die Jahre hinweg hat sich bei allen renommierten Initiatoren ein nahezu einheitlicher Aufbau sowie eine Gliederung von Verkaufsprospekten herauskristallisiert.

Der IDW empfiehlt nun im ES4, den Hauptteil des Verkaufsprospektes entsprechend Abschnitt 3 und 4 der Anlage 1 zum ES4 zu gliedern. Damit würden nach Auffassung des IDW die Anforderungen der VermVerkProspVO ohne ergänzende Angabepflichten erfüllt.

Nach Auffassung des VGF wäre es wünschenswert, den ursprünglichen S4 Standard beizubehalten und sich an den etablierten und praxisbewährten Prospektgestaltungen zu orientieren. Andererseits respektiert der VGF die Vorgaben durch den Gesetzgeber im VerkProspG sowie in der VermVerkProspVO. Der VGF regt an, die durch die Verordnung ermöglichte Flexibilität bei der Gliederung (Stichwort Überkreuzlisten) auch im ES4 ausdrücklich zu verankern.

#### Zu 3.2.1. Kurzdarstellung:

Dieser Abschnitt bezieht sich auf die Vorabdarstellung der Vermögensanlage im Verkaufsprospekt. Aus unserer Sicht sollte auch eine zusammenfassende bzw. verkürzte Darstellung mit Verweis auf den entsprechenden Abschnitt im hinteren Teil möglich sein.

#### Zu 3.3. Darstellung der wesentlichen Risiken:

Im ES4 ist vorgesehen, die darzustellenden Risiken in Gruppen zu gliedern. Die Gruppen werden dabei wie folgt klassifiziert:

- Anlegergefährdendes Risiko;
- Anlagegefährdendes Risiko;
- prognosegefährdendes Risiko und
- sonstige Risiken.

Im Prinzip halten wir eine Abstufung der Risiken in prognose-, anlage- und anlegergefährdend sowie sonstige Risiken im Prospekt für eine sinnvolle Darstellung. Der Anleger wird so in die Lage versetzt, sich ein Bild über die Risiken der Vermögensanlage zu machen, das wesentlich präziser ist, als ohne die Abstufung.

Dennoch begründet nach unserer Meinung die Abstufung wesentliche Problemfelder. Der VGF vertritt daher die Auffassung, die dargestellte Klassifizierung in Gänze nicht umzusetzen.

Wir erachten es zum einen als ausgesprochen schwierig, der vom IDW geforderten Einteilung bei allen Risiken zu folgen. Risiken, die von einem Initiator (oder Prüfer) in eine der Gruppen subsummiert werden, werden von einem anderen Initiator bei gleicher Ausgangslage in einer anderen Gruppe gesehen. Wir denken hier z.B. an das Risiko, das durch die nach wie vor eingeschränkte Fungibilität einer Kommanditbeteiligung begründet ist. In welche Risikoklasse ist dies einzuordnen?

Zum anderen ist es möglich, dass sich ein beispielsweise als prognosegefährdend eingestuftes Risiko später als anlagegefährdend herausstellt. Dies ist selbst bei höchster Sorgfalt aller Beteiligten nicht auszuschließen. Wir wollen hier als Beispiel Altlasten auf einem Grundstück ansprechen. Es kann trotz umfangreicher Bodenuntersuchungen nicht mit Sicherheit davon ausgegangen werden, dass nicht doch eine erhebliche Kosten verursachende Verunreinigung schon vorliegt.

Weiterhin ist auch denkbar, dass eine bekannte Verunreinigung, die heute unter den bestehenden Vorschriften/Gesetzen nicht beanstandet wird, bei Änderungen dieser Vorschriften plötzlich eine Maßnahme veranlasst, die mit vielleicht explodierenden Kosten einhergeht. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf den früher beliebten Baustoff Asbest.

Abhängig von der Abweichung zur Prognose ist bei vielen einzelnen Risiken letztendlich vorstellbar, dass die gesamte Anlage oder sogar der Anleger gefährdet ist. Es braucht lediglich der Zeitrahmen lang genug gefasst zu sein (auch nach Ende der Prognoseperiode) und die Abweichung entsprechend groß auszufallen. Im Falle von BGB-Gesellschaften oder KGs mit hoher Haftsumme kann letztlich immer der Anleger in seiner wirtschaftlichen Existenz gefährdet sein.

Auch die geforderte Darstellung von Risiken, die durch die eigentliche Beteiligung überhaupt nicht begründet sind, wie z.B. die Risiken aus einer von der Beteiligungsgesellschaft gar nicht angebotenen (teilweisen) Fremdfinanzierung des Anteils, erscheint uns zu weit gegriffen.

Ebenso erscheint eine Quantifizierung einzelner Risiken nur sehr schwer durchführbar. Dies betrifft insbesondere die Risiken aus Änderungen der steuerlichen Annahmen.

Als Letztes wollen wir auf ein hierdurch bedingtes Risiko für den Prospektherausgeber hinweisen. Sollte sich ein beispielsweise als prognosegefährdend eingestuftes Risiko im Nachhinein als anlagegefährdend oder sogar als anlegergefährdend herausstellen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich hieraus ein Prospekthaftungstatbestand ergibt.

**Zu 3.3.: Maximales Risiko:**

Bei der geforderten Darstellung des maximalen Risikos geht der ES 4 im Detail sowohl über den S4 als auch die Verordnung hinaus.

Gefordert wird im Rahmen des maximalen Risikos die Darstellung nicht völlig unwahrscheinlicher Geschehensabläufe sowie die Differenzierung nach eingesetztem Kapital sowie weiterem Kapital.

Hilfreich wäre es, wenn zur Konkretisierung der Begriffe seitens des IDW erläuternde Definitionen erfolgen würden. Ist z.B. die Größenordnung des Risikos zu beschreiben, wenn ja, in welcher Form? Genügt etwa die Angabe des Totalverlustes?

Im Zusammenhang mit der Darstellung der Risiken stellt sich auch die Frage, wie steuerliche Risiken dargestellt und eingeordnet werden sollen. Sind diese Risiken z.B. mit Berechnungen zu unterlegen?

**Zu 3.5. Angaben über den Emittenten:**

Bei den Angaben zum Emittenten ist eine tabellarische Übersicht über die abweichenden Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages (in Bezug auf die Rolle des pHG) gefordert. Nach unserer Auffassung wäre auch eine Darstellung im Fließtext ausreichend, da ggfs. nur sehr wenige Angaben erfolgen.

**Zu 4.1.1. Angaben über durchgeführte Vermögensanlagen (Leistungsbilanzen):**

Die Aufforderung an den Anbieter, Angaben über durchgeführte Vermögensanlagen zu machen, ist sinnvoll und wird begrüßt.

Wünschenswert wäre es jedoch, deutlicher die Vorlage einer vollständigen und aussagekräftigen Leistungsbilanz über die bisher initiierten Vermögensanlagen zu fordern.

Aber an diesem Punkt schränkt der ES 4 eher ein. Im ES4 heißt es: "Es ist darzustellen ob und in welchem Umfang sich Angaben bei bereits durchgeführten Vermögensanlagen der jüngeren Vergangenheit bestätigt haben". Weiter heißt es: "Vermögensanlagen, die bereits vor längerer Zeit beendet wurden, brauchen nicht in die Aufstellung einbezogen zu werden".

Eine Definition, was mit „jüngere Vergangenheit“ bzw. "längerer Zeit" gemeint ist, wird leider nicht gegeben. Dies ist von Bedeutung, weil gerade die bereits beendeten Fonds die höchste Aussagekraft über die Leistungsfähigkeit eines Initiators haben. Die

Informationen über bereits aufgelöste Fonds sind sogar wichtiger als die über noch laufende Fonds.

Der VGF regt an, die Begriffe zu definieren oder deutlich zu machen, dass sämtliche laufenden oder bereits beendeten Vermögensanlagen darzustellen sind.

Bedenken bestehen freilich darin, ob durch die Aufnahme umfassender Leistungsbilanzen in den Prospekt nicht die Lesbarkeit des Prospektes beeinträchtigt wird.

Anzudenken ist, ob es nicht sinnvoll wäre, wenn in dem Prospekt eine Zusammenfassung des Prüfungsergebnisses der Leistungsbilanz enthalten ist. Aus dieser müsste auch klar hervorgehen, in welchem Umfang sich Angaben bei bereits durchgeführten Anlagen bestätigt haben. Darüber hinaus sollte der Hinweis, von wem und wie die Leistungsbilanz angefordert werden kann, obligatorisch in den Prospekt eingefügt werden.

Der VGF regt an, sich auf Asset-Klassen bezogene Leistungsbilanzstandards gemeinsam mit dem IDW zu verständigen.

#### Zu 4.1.2. Kosten der Investitionsphase:

Der ES4 sieht im Rahmen der Darstellung der Kosten der Investitionsphase nicht vor, die Liquiditätsreserve in die Übersicht mit aufnehmen zu können.

Nach unserer Auffassung wäre die Einbeziehung und gesonderte Ausweisung der Liquiditätsreserve als Anlegerinformation jedoch sinnvoll.

Weiter stellt sich uns im Rahmen der Investitions- und Finanzierungsplanung die Frage, wie bei einer mehrperiodigen Investitionsphase mit laufenden Erträgen umzugehen ist.

Zur Darstellung der Gesamtinvestitionskosten und deren Finanzierung wäre ein Investitions- und Finanzierungsplan gemäß der Anlage, ergänzt um die Angabe des prozentualen Anteils am Eigenkapital (vgl. Anlage 1 4.1.2 S. 22), sinnvoll.

#### Zu 4.1.3. Kapitalrückflussregelung/Schema:

Seitens des IDW wird empfohlen zur komprimierten Darstellung der Ergebnisse der Prognoserechnung eine Kapitalrückflussregelung schematisch aufzubereiten. Sie soll die Zahlungsströme im Zusammenhang mit der Vermögensanlage aus Sicht des Anlegers aufzeigen.

Fraglich ist, ob der Anleger in der Lage ist, die ihm gebotenen Informationen aus der schematischen Darstellung tatsächlich herauszufiltern. Es besteht die Befürchtung, dass beim Anleger durch die Darstellung mehr Fragen und Unsicherheiten entstehen, als Klarheit geschaffen wird.

Weiter stellen sich im Zusammenhang mit der Kapitalrückflussregelung weitere Darstellungsfragen. Im Einzelnen:

- Wie ist etwa die Abgrenzung der verschiedenen Phasen bei unterschiedlichen Anlageobjekten und unterschiedlichen Parametern vorzunehmen?
- Bei welcher Laufzeit wird die Darstellung der kumulierten Gesamtspalte entbehrlich?
- Weiter ist hier unklar, was unter „wesentlich“ zu verstehen ist.
- Zu Zeile „1. Gebundenes Kapital“: Hier ist die Kapitalbindung zum Ende des Vorjahres zzgl. der im laufenden Jahr einzuzahlenden Einzahlungen abzubilden. Dieses kann ein z.T. irreführendes Bild ergeben, wenn z.B. die Einzahlungen erst zum Jahresende, Steuerzahlungen oder Auszahlungen jedoch früher anfallen.
- Eine Darstellung der Spalte „Gesamt“ ist bei der Mehrzahl der Vermögensanlagen – auch im Rahmen der Klarheit – sicherlich - sinnvoll. Das sich hierbei die Unsicherheiten der einzelnen Jahre addieren, sollte jedem verständlichem und durchschnittlich vorsichtigem Anleger jedoch klar sein.
- Anteiliges Fremdkapital: Dieses hat keine Auswirkungen auf den Anleger (soweit keine persönliche, modellhafte Finanzierung für den Anleger vorliegt). Daher sollte diese Angabe nicht in der Kapitalrückflussrechnung für den Anleger, sondern in der Liquiditätsprognose für die Vermögensanlage vorgenommen werden.

Zu 4.1.4. Sensitivitätsanalyse:

Ziel der Prospektierung ist u.a. dem Anleger ein wirtschaftlich nachvollziehbares, klares und verständliches Bild zu vermitteln.

Bei den Ausführungen des ES 4 zur Sensitivitätsanalyse sollten deshalb im Rahmen der Szenario-Berechnungen insbesondere die nachfolgenden Einflussfaktoren explizit benannt werden:

- Tilgung
- Revitalisierungskosten
- Anschlussvermietungskosten
- Instandhaltungskosten
- Mietausfallwagnis
- Nicht umlagefähige Bewirtschaftungskosten
- Veräußerungserlös

Eine Angabe über die Eintrittswahrscheinlichkeit der einzelnen Szenarien ist u.E. nahezu unmöglich. Soll hier eine Qualifizierung (sehr wahrscheinlich/wahrscheinlich/weniger wahrscheinlich) erfolgen oder eine Quantifizierung (und wenn ja in welcher Form: Heuristiken/Konfidenzintervalle?). Eine derartige Angabe würde den Anleger sicherlich überfordern.

Mit Blick auf die Verwendung von Renditekennziffern stellt sich im Rahmen der Sensitivitätsanalyse die Frage, ob der IRR im Prospekt generell weiterhin verwendet werden kann oder diese Methode allein auf die Sensitivitätsanalyse beschränkt ist. Nach Auffassung des VGF erhalten gerade die Sensitivitätsrechnungen durch IRR-Rechnungen eine größere Brauchbarkeit, weswegen an der Verwendung des IRR in diesem Rahmen festgehalten werden sollte.

*c. Sonstiges*

Die VermVerkProspVO sieht in § 2 Abs. 5 vor, dass Angaben, die dem beizufügenden Jahresabschluss unmittelbar zu entnehmen sind, nicht noch im Prospekt wiederholt werden müssen.

Der IDW hat von dieser Erleichterung keinen Gebrauch gemacht. Im Interesse der Lesbarkeit des Prospektes wäre es sinnvoll, die Erleichterung auch im Rahmen des ES 4 beizubehalten.

---

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

Rechtsanwalt Eric Romba  
Hauptgeschäftsführer VGF

*Anlage*