

Bundesministerium der Finanzen  
Referat VII B 5  
Wilhelmstraße 97  
10117 Berlin

Nur per E-Mail: [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de)

3. September 2008

**Entwurf für Änderungen von Kreditwesengesetz und Wertpapierhandelsgesetz**

**Konsultation der Spitzenverbände des Finanzgewerbes und der Wirtschaft**

**GZ: VII B 5 - WK 6130/07/0001**

**DOK: 2008/0439411**

Sehr geehrte Frau Thöne,  
sehr geehrter Herr Ostermann,

wir bedanken uns für die Zusendung des in der Betreffzeile genannten Entwurfes und der Gelegenheit zur Stellungnahme.

Am 8. Juli 2008 gab das Bundesministerium für Finanzen (BMF) einen Gesetzentwurf zur Ersetzung des Tatbestandes „Finanzkommissionsgeschäft“ durch einen neuen Tatbestand „Effektengeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG heraus. Diesen Entwurf nahm das Ministerium nach deutlicher Kritik aus der Finanzbranche zurück.

Am 8. August 2008 legte das BMF den im Betreff genannten kompletten Neuentwurf vor. Mit dem Entwurf soll der Tatbestand der „Anlageverwaltung“ in das KWG als neuer Erlaubnistatbestand eingeführt werden.

Durch den Neuentwurf einschließlich der Gesetzesbegründung werden nun Aktivitäten ausgenommen, bei denen im Verhältnis zum Erstentwurf noch die Befürchtung bestand, sie würden zukünftig unberechtigterweise unter die KWG-Aufsicht fallen. Darüber hinaus konnten eine Reihe der aus dem Erstentwurf resultierenden Auslegungs- und Abgrenzungsschwierigkeiten beseitigt werden.

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

Georgenstr. 24  
10117 Berlin

T +49 (0) 30 . 31 80 49 00  
F +49 (0) 30 . 32 30 19 79  
E [kontakt@vgf-online.de](mailto:kontakt@vgf-online.de)

Association of non-tradeable  
closed-end funds

47 - 51 Rue du Luxembourg  
1050 Brussels

P +32 (0) 2 .550 16 14  
F +32 (0) 2 .550 16 17  
E [kontakt@vgf-online.de](mailto:kontakt@vgf-online.de)

Hauptgeschäftsführer und Sprecher:  
Rechtsanwalt Eric Romba

Vorstand:  
Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender)  
Mario Liebermann  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt  
Dr. Torsten Teichert  
Markus Derkum  
Oliver Porr

Vereinsregisternummer: 23527 Nz  
Amtsgericht Berlin-Charlottenburg

Partner der BSI Bundesvereinigung  
Spitzenverbände der Immobilienwirtschaft

Wenn auch der Anwendungsbereich des Gesetzentwurfs eingegrenzt und konkretisiert wurde, bleiben dennoch durch den Neuentwurf weiterhin wesentliche Rechts- und Abgrenzungsfragen offen.

Konkret für die von uns vertretenen Anbieter geschlossener Fonds wären diese Rechtsunsicherheiten im Hinblick auf die Praxis äußerst gravierend. Investitionen in Milliardenhöhe in beispielsweise mittelständische Unternehmen ständen genauso in Frage wie bereits am Markt platzierte Fonds, denen als Konsequenz die Rückabwicklung drohen würde. Hierbei sprechen wir über eine geschätzte Anzahl von einhundert Fonds, die betroffen wären.

Sowohl aus Gründen der verfassungsmäßig geforderten Bestimmtheit als auch aus Gründen der unternehmerischen Planungssicherheit und wirtschaftlichen Reichweite der Neuregelung für den Standort Deutschland, ist der Entwurf an konkreten Stellen in seinem Wortlaut wie in seiner Begründung nach unserer Auffassung daher unbedingt noch zu präzisieren.

## **I. Ziel des Gesetzgebungsvorhabens**

Ausweislich der Gesetzesbegründung sollen durch Einführung des Erlaubnistatbestandes „Anlageverwaltung“ in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E nur bestimmte kollektive Anlagemodelle unter die KWG-Aufsicht gestellt werden, die in der Vergangenheit von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Finanzkommissionsgeschäft eingestuft wurden und daraufhin wegen fehlender KWG-Erlaubnis untersagt wurden.

Nachdem das Bundesverwaltungsgericht in seiner Entscheidung vom 27. Februar 2007 (BVerwG 6 C 11.07) eine solche Untersagung der BaFin allein aufgrund einer fehlenden Rechtsgrundlage, nicht jedoch aufgrund fehlenden Anlegerschutzbedürfnisses aufgehoben hat, ist die Absicht des Gesetzgebers, nunmehr eine verlässliche Gesetzesgrundlage für die bisher von der BaFin untersagten Geschäftsmodelle zu schaffen, nachvollziehbar und wird von uns in der Sache unterstützt. Allein der Weg, dieses Ziel zu erreichen, ist aus unserer Sicht verbesserungsbedürftig.

Es ist zu befürchten, dass durch den vorgelegten Neuentwurf weiterhin zahlreiche Beteiligungsmodelle einer KWG-Aufsicht unterworfen werden würden, für die eine Beaufsichtigung weder beabsichtigt noch aus anderen Erwägungen heraus sinnvoll oder erforderlich ist.

Die Neufassung bietet Auslegungsspielräume, durch die unter Umständen nicht nur die in der Gesetzesbegründung erwähnten, bisher durch die BaFin-Praxis untersagten Anlagemodelle erfasst werden würden, sondern auch Vermögensanlagen, die bisher zu Recht beanstandungs- und erlaubnisfrei gelaufen sind und die auch zukünftig nicht einer KWG-Aufsicht unterfallen sollen.

## **II. Grundsätzliche Erwägungen zu dem Gesetzentwurf**

Bevor wir konkrete Änderungen vorschlagen, möchten wir die Unterschiede zwischen solchen Geschäftsmodellen, die durch den Gesetzentwurf der KWG-Erlaubnispflicht unterstellt werden sollen, und solchen Vermögensanlagen verdeutlichen, die nach der Intention des Gesetzgebers nicht unter den neuen Tatbestand der Anlageverwaltung fallen sollen.

### **1. Wertpapierhandelsfonds**

Die durch den Gesetzentwurf ins Visier genommenen Anlagemodelle zeichnen sich in der Regel dadurch aus, dass eine Gesellschaft direkt über die Herausgabe von Kommanditanteilen, Zertifikaten oder Genussrechten Geld bzw. Einlagen einsammelt, um diese in ein Wertpapierportfolio einzubringen, welches durch den Emittenten selbst oder eine verbundene Beteiligungsgesellschaft aktiv gemanagt wird. Unter aktivem Management verstehen wir insoweit das häufige Umschlagen von Assets („trading“-Aspekt). Die Anlage erfolgt dabei in eine Vielzahl verschiedener, zum Teil hochspekulativer Finanzinstrumente wie z.B. Hedgefonds, Aktienoptionen, Devisen und Futures (Vgl. hierzu die Darstellung von Schäfer in Boos/Fischer/Schulter-Mattler, 3. Auflage § 1 KWG Rn. 61a). Strukturen und Verflechtung solcher oftmals in Off-shore-Finanzplätzen mit geringfügiger Beaufsichtigung ansässiger „Wertpapierhandelsfonds“ sind dabei nicht selten undurchsichtig oder nur schwer nachvollziehbar.

### **2. Geschlossene Fonds mit Zertifikate-Struktur**

Von der Neuregelung möglicherweise genauso betroffen könnte eine Vielzahl von Anbietern sein, die seit Jahren zuverlässig geschlossene Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug- oder Private Equity-Fonds auflegt. Diese Anbieter tragen maßgeblich dazu bei, dass über geschlossene Fonds seit Jahren ein Volumen von rund 20-25 Mrd. Euro jährlich investiert wird. Es handelt sich hierbei um langfristig und nachhaltig agierende Unternehmen, die als Tochtergesellschaften nationaler und

internationaler Großbanken, der Landesbanken, Versicherungen oder als börsennotierte Aktiengesellschaften mit hohem professionellem Know-How Vermögensanlagen konzipieren, welche als Publikumsfonds an eine breite Anlegerschaft gerichtet sind.

Die von diesen Anbietern herausgegebenen Vermögensanlagen unterliegen dabei nicht nur der Prospektgestattung der BaFin, sondern werden zusätzlich auch einer Plausibilitätsprüfung durch einen Wirtschaftsprüfer nach dem Prüfungsstandard IDW S4 unterzogen. Die Ergebnisse der Beteiligungsangebote werden zudem in einer aussagekräftigen Rückschau, einer sog. Leistungsbilanz, in der die prognostizierten Ergebnisse zu z.B. Ausschüttungen, Erträgen oder Liquidität den tatsächlich erzielten Ergebnissen gegenübergestellt werden, ausführlich dokumentiert.

Damit unterscheiden sich diese Anbieter schon von ihrer Bedeutung, Ausrichtung und Qualität her in der Regel erheblich von den Anbietern der oben skizzierten Wertpapierhandelsfonds.

Die genannten Anbieter geschlossener Fonds offerieren unter anderem Beteiligungen an Fonds-KGs in der Funktion eines Dachfonds, der sich wiederum an einem oder mehreren Zielfonds beteiligt. Dabei investiert der Zielfonds seinerseits in verschiedene Assets wie z.B. Immobilien, nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen (Private Equity), Schiffe oder Flugzeuge. Bei den Zielfonds handelt es sich zumeist um eigenständige, großvolumige Anlagegesellschaften, welche mit dem Anbieter oder der (Dach-)Fonds-KG in keinerlei gesellschaftsrechtlicher Verbindung stehen und zu dessen jeweiligem Management bzw. der jeweiligen Geschäftsleitung auch keinerlei Personenidentität besteht. Als eigenständige, oftmals ausländische Gesellschaft untersteht der Zielfonds häufig einer eigenen Finanzmarktaufsicht. Für den einzelnen Anleger besteht durch die Beteiligung an einem solchen Dachfonds die Möglichkeit mittelbar an den Erträgen eines Zielfonds teilzuhaben, der üblicherweise nur für institutionelle Investoren zugänglich ist. Festzuhalten ist an dieser Stelle, dass das Asset, in welches investiert wird, in aller Regel eng definiert ist und damit feststeht.

Nicht selten investiert der Dachfonds jedoch nicht unmittelbar in einen solchen Zielfonds, sondern vielmehr in Zertifikate oder Genussrechte, welche sodann die Wertentwicklung des oder der Zielfonds bzw. eines Einzelassets wie etwa eines Schiffes abbilden. Das Zertifikat übernimmt insofern ausschließlich eine „Vehikel-Funktion“. Die Dachfonds-KG erwirbt das Zertifikat häufig von einem mit dem Fondsemittenten nicht in Verbindung stehenden Dritten, z.B. einer nationalen oder internationalen Großbank. In der Funktion als Vehikel werden die durch Fondskonzept vordefinierten Zertifikate oder Genussrechte einmalig zu bestimm-

ten im Fondsprospekt beschriebenen Zeitpunkten erworben und erst am Ende der Laufzeit wieder veräußert bzw. zurückgegeben. Ein Entscheidungsspielraum hinsichtlich der Frage, welche Zertifikate oder Genussrechte erworben oder veräußert werden sollen bzw. wann dies der Fall sein soll, besteht damit für die Fonds-KG nicht. Auch kann die Fonds-KG die erworbenen Zertifikate nicht in andere Vermögenanlagen umschichten oder durch andere Zertifikate austauschen, d.h. die Fonds-KG hat die Zertifikate im Zweifel – auch bei negativer Entwicklung - bis zum Laufzeitende zu behalten. Die Fonds-KG ist hinsichtlich des Veräußerungszeitpunktes des Zertifikates nicht selten an bestimmte Kündigungstermine, die im Rahmen der Vereinbarung mit dem Zertifikateemittenten festgelegt werden, gebunden.

Im Ergebnis unterscheiden sich Dachfonds mit Zertifikate-Struktur nicht von herkömmlichen Dachfonds: In beiden Fällen geht das Investment in einen Zielfonds, der sich seinerseits an Assets wie Immobilien, Schiffen oder etwa mittelständischen Unternehmen beteiligt.

Darüber hinaus steht bei den geschlossenen Fondsgestaltungen mit Zertifikaten die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten nicht im Mittelpunkt der Werbung für das Angebot. Die Zertifikatestruktur ist lediglich Grundlage der Konzeption, mit der nicht geworben wird. Im Vordergrund steht bei diesen Produkten immer die Beteiligung an bestimmten Vermögenswerten (z.B. Immobilien, Schiffe, etc.).

### ***3. Direktinvestments geschlossener Fonds in Unternehmensbeteiligungen (Private Equity Fonds)***

Neben den skizzierten „Zertifikate-Fonds“ werden regelmäßig auch Beteiligungsangebote emittiert, bei denen sich eine Fonds-KG langfristig, d.h. bis zur vorgesehenen Auflösung, an einzelnen oder einigen wenigen Zielunternehmen direkt beteiligt (sog. Private Equity Fonds). Die Rechtsform solcher Zielunternehmen ist unterschiedlich: teilweise handelt es sich um Personenhandelsgesellschaften oder GmbHs (oder vergleichbare ausländische Gesellschaften), zum Teil aber auch um nicht börsennotierte Aktiengesellschaften wie beispielsweise Immobilien-AGs, ausländische Private-REIT-AGs oder mittelständische Private-Equity-AGs. In welches bzw. in welche Zielunternehmen im Einzelnen investiert wird, ist durch das Fondskonzept und den Verkaufsprospekt zumeist konkret vorgegeben. Vorzeitige Veräußerungen, Umschichtungen oder sogar ein Handel mit den erworbenen Unternehmensbeteiligungen sind nicht vorgesehen bzw. können durch die Geschäftsleitung nicht erwirkt werden.

Eine Erfassung derartiger Beteiligungsangebote unter den Tatbestand der Anlageverwaltung gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E ist ausweislich der Gesetzesbegründung ebenso wenig vorgesehen, kann jedoch angesichts des hier möglicherweise als „Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten“ anzusehenden Geschäftsvorgangs, bei Beteiligungen an Zielunternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft nicht ausgeschlossen werden. Damit hinge die tatbestandliche Erfassung von dem eher zufälligen Umstand der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung der erworbenen Beteiligung(en) ab. Handelt es sich um Aktien, die als Finanzinstrument einzuordnen wären, könnten sie erfasst werden, handelt es sich um Anteile an Personengesellschaften oder GmbHs, welche nicht als Finanzinstrumente zu qualifizieren wären, blieben sie außen vor.

Denkbar wäre sogar die tatbestandliche Erfassung eines geschlossenen Ein-Objekt-Immobilien- oder Schiffsfonds, bei dem die Immobilie oder das Schiff durch eine von der Fonds-KG gehaltene Objektgesellschaft in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft betrieben wird. Ein offenkundig sinnwidriges Ergebnis.

### **III. Änderungsvorschläge und Anmerkungen zum Entwurf im Einzelnen**

#### **1. Einführung eines Tatbestandes Anlageverwaltung gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E**

Auf Grundlage der genannten Erwägungen schlagen wir hinsichtlich der Neufassung des Tatbestandes Anlageverwaltung gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E folgende Änderung vor:

*„...die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eine Gemeinschaft von Anlegern, die natürliche Personen sind, mit Entscheidungsspielraum bei der Auswahl der Finanzinstrumente, sofern dies Schwerpunkt des angebotenen Produktes ist und zu dem Zweck erfolgt, dass diese Anleger an der Wertentwicklung der erworbenen Finanzinstrumente teilnehmen (Anlageverwaltung),...“*

Neben der Eingrenzung des Tatbestandes empfehlen wir korrespondierend folgende Änderungen im Rahmen der **Gesetzesbegründung** vorzunehmen.

Zu 1. a), aa) im Anschluss an den 2. Absatz auf Seite 3 des Entwurfes:

*„...; zudem haben sie typischerweise keinen eigenen Entscheidungsspielraum. Vom Tatbestand ebenso wenig erfasst werden geschlossene Fonds im Sinne des § 8f VerkProspG bei denen die Geschäftsführung nur die aufgrund der Verkaufsunterlagen vorbestimmten Finanzinstrumente anschaffen und veräußern darf, ohne aktiv mit Finanzinstrumenten zu handeln (z.B. im Falle des Erwerbs von Zertifikaten oder Genussrechten zur Abbildung der Wertentwicklung des vorbestimmten Investments).*

#### **Begründung:**

Die Ergänzung ermöglicht eine klare Abgrenzung zwischen Anlagemodellen, die aufgrund ihres Handels mit Finanzinstrumenten einer KWG-Beaufsichtigung unterstellt werden sollen und solchen Beteiligungsangeboten, bei denen ausweislich des Verkaufsprospekts in konkret definierte Finanzinstrumente investiert wird, hinsichtlich dessen Auswahl der Fonds-KG vor und während der Laufzeit des Fonds kein Entscheidungsspielraum zusteht.

Würden Tatbestand und Begründung in ihrer derzeitigen Fassung bestehen bleiben, bestünde die Gefahr, dass auch der im Vorhinein festgelegte Erwerb von Finanzinstrumenten z.B. in Form eines Zertifikats als Vehikel für eine Zielinvestition sowie deren Veräußerung als Anlageverwaltung anzusehen wäre. Weder durch den Gesetzeswortlaut noch durch die Gesetzesbegründung wird insoweit klar, worauf sich der Entscheidungsspielraum bezieht. Schon bei einem Entscheidungsspielraum der Geschäftsführung hinsichtlich des *Zeitpunktes* der Veräußerung der Zertifikate könnte der Tatbestand der Anlageverwaltung derzeit erfüllt sein, selbst wenn die Geschäftsführung bei den zu erwerbende Zertifikaten aufgrund der Vorgaben des Verkaufsprospektes keine Auswahlmöglichkeit hat. Ein Ergebnis, das dem Regulierungsziel des Entwurfs nicht entspricht und durch die hier vorgeschlagene Eingrenzung des Tatbestands auf das Auswahlermessen jedoch behoben wird.

Durch den Vorschlag würden zugleich auch diejenigen Fondsgestaltungen vom Tatbestand ausgenommen werden, bei denen die Fonds-KG entsprechend der Vorgaben der Fondskonzeption direkt Beteiligungen an einer oder mehreren Aktiengesellschaften, so etwa die REIT- oder Immobilien-AG, erwirbt und hält.

## **2. Übergangsvorschriften und Bestandsschutz**

Zur Gewährung des Bestandsschutzes schlagen wir eine Ergänzung der neu aufgenommenen Vorschrift des § 64 j KWG-E wie folgt vor:

*„Für ein Kreditinstitut, das am XX.XX.XXXX die Erlaubnis für das Finanzkommissionsgeschäft, den Eigenhandel oder die Finanzportfolioverwaltung hat, gilt die Erlaubnis für die Anlageverwaltung als zu diesem Zeitpunkt erteilt. Eine Erlaubnispflicht für die Anlageverwaltung besteht nicht für solche Produkte, für die bis zum XX.XX.XXXX ein Verkaufsprospekt veröffentlicht wurde.“*

### **Begründung:**

Dem Gesetzesentwurf fehlt es an einer Bestandsschutzregelung. Aufgrund der Rechtsunsicherheiten, die der Gesetzentwurf in seiner Neufassung aus den genannten Gründen weiterhin hervorruft und der damit verbundenen möglichen Anwendbarkeit auf eine Vielzahl der dargestellten geschlossenen Fonds, ist eine Bestandsschutzregelung schon aus Klarstellungsgründen unerlässlich. Zudem haben einige wenige Anbieter geschlossener Fonds auf der Grundlage der bisherigen BVerwG-Rechtsprechung sog. „Blindpool“-Fonds aufgelegt, bei denen naturgemäß ein Auswahlermessen der Geschäftsführung hinsichtlich der Investition besteht. Dieses Ermessen ist wiederum durch den Verkaufsprospekt und den dortigen Angaben eingeschränkt. Für die von der Gesetzesneuregelung zu treffenden Fonds unterscheiden sich diese Produkte dadurch, dass ein Handeln bzw. mehrfacher An- und Verkauf mit den Finanzinstrumenten gerade nicht gewollt und vorgesehen ist. Anlegerschutzinteressen stehen deshalb dem Vertrauensschutz nicht entgegen.

Im Fall der Anwendbarkeit des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 KWG-E auf solche Fonds müssten diese rückabgewickelt werden. Für die betroffenen Anbieter wie für die geschlossenen Fonds selbst würden dadurch erhebliche finanzielle Schäden bis hin zur Insolvenz entstehen. Hierbei sei darauf hingewiesen, dass nicht ausschließlich einzelne Wertpapierhandelsfonds von „Gelegenheitsanbietern“ betroffen wären, vielmehr eine Vielzahl der durch etablierte Anbieter aufgelegte geschlossene Zertifikate- bzw. Genussrechts-Fonds. Das in diese Fonds eingebrachte Volumen dürfte sich allein für Emissionen des Jahres 2007 auf mehr als 1 Mrd. Euro belaufen.

#### **IV. Verortung der Anlageverwaltung unter den Bankgeschäften**

Die Einstufung der Anlageverwaltung als Bankgeschäft ist aus rechtssystematischen Gründen nicht gerechtfertigt. Wie in der Gesetzesbegründung unter 2. zutreffend festgehalten wird, steht die Anlageverwaltung in sachlicher Nähe zur Finanzportfolioverwaltung. Warum der Tatbestand der Anlageverwaltung dennoch anders als die Finanzportfolioverwaltung nicht unter die Gruppe der Finanzdienstleistungen gem. § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG fällt, ist nicht nachvollziehbar. Es empfiehlt sich daher, den Tatbestand der Anlageverwaltung als Finanzdienstleistung zu qualifizieren.

Mit freundlichen Grüßen



Eric Romba  
Rechtsanwalt  
Hauptgeschäftsführer