

VGF VERBAND GESCHLOSSENE FONDS e.V., Georgenstr. 24, 10117 Berlin

Per eMail: VIIB5@bmf.bund.de
An das
Bundesministerium der Finanzen
Herrn Dr. Werner Kerkloh
Referat VII B 5

11016 Berlin

Georgenstraße 24
10117 Berlin

T 030. 3180 49 0-0
F 030. 32 30 19 79

kontakt@vgf-online.de
www.vgf-online.de

Hauptgeschäftsführer/Sprecher
des Verbandes: RA Eric Romba

11. Oktober 2006

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der EU-Richtlinie über Märkte für
Finanzinstrumente (MiFID) (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz)**
GZ VII B 5 - WK 6210/06/0001
DOK 2006/0169291

Anhörung im Bundesministerium der Finanzen am 17.10.2006

Sehr geehrter Herr Dr. Kerkloh,

im Hinblick auf die für den 17. Oktober 2006 angesetzte Anhörung Ihres Hauses zu dem in der Betreffzeile genannten Gesetzesentwurf legen wir Ihnen hiermit vorab unsere schriftliche Stellungnahme vor.

Wir beschränken unsere Ausführungen auf zwei Teilbereiche des Entwurfs, zum einen die jeweils in Artikel 1 Nr. 2 sowie in Artikel 3 Nr. 1 des Entwurfes vorgesehene Neudefinierung des geltenden Wertpapierbegriffes der § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG, § 1 Abs. 11 KWG. Zum anderen möchten wir uns zu dem unter Artikel 7 des Entwurfes neu in das Verkaufsprospektgesetz eingefügten Ausnahmetatbestand des § 8f Abs. 2 Nr. 9 VerkProspG-E äußern.

Weitere Ausführungen werden auch für die Anhörung am 17. Oktober 2006 vorerst nicht angestrebt.

1. Artikel 1 Nr. 2, Artikel 3 Nr. 1 MiFID-UmsG-E

Entsprechend der Vorgaben der MiFID wurde unter Artikel 1 Nr. 2 sowie Artikel 3 Nr. 1 MiFID-UmsG-E der bisherige Wertpapierbegriff der §§ 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG, 1 Abs. 11 KWG

unter Aufrechterhaltung aller sonstigen Tatbestandsvoraussetzungen unter anderem um Anteile an Personengesellschaften erweitert.

Hieran anknüpfend wird in der Gesetzesbegründung zu Artikel 1 Nr. 2, Artikel 3 Nr. 1 MiFID-UmsG-E festgestellt:

„Neu aufgenommen in die Kategorie der Anlagewerte nach Nummer 2 wurde entsprechend Artikel 4 Abs. 1 Nr. 18 Buchstabe a der Finanzmarkt-richtlinie eine Referenz zu Anteilen an Personengesellschaften. Für alle Anlagewerte gemäß Nummer 2 gilt neben den Vorgaben der Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit, dass sie Aktien vergleichbar sein müssen. Die Vergleichbarkeit mit Aktien wurde entsprechend der Definition der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in die Finanzmarkt-richtlinie übernommen. Eine Vergleichbarkeit mit Aktien bedeutet neben einer Verbriefung zumindest eine Verkörperung in einer Art und Weise, die eine Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich macht. Eine Vergleichbarkeit ist somit bei einem Eigentumswechsel im Wege der Zession nicht gegeben. Anteile an geschlossenen Fonds gehören daher nicht zu diesen Anteilen, da es an der Vergleichbarkeit zu Aktien und an der Standardisierung mangelt und sie in der Regel nicht geeignet sind, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden.“

Der VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. begrüßt und unterstützt die ausdrückliche Ausklammerung von Anteilen an geschlossenen Fonds vom Wertpapierbegriff des MiFID-UmsG-E entsprechend der vorstehenden Gesetzesbegründung. Die Ausführungen zur mangelnden Vergleichbarkeit geschlossener Fondsanteile mit Aktien sowie der Hinweis auf deren fehlende Standardisierung sind nach Auffassung des VGF zutreffend. Gleiches gilt für die Feststellung, dass Anteile an geschlossenen Fonds in der Regel nicht geeignet seien, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden.

Zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten und zur Beseitigung von Interpretationsspielräumen möchten wir gleichwohl einige Präzisierungen und Ergänzungen im Rahmen der Gesetzesbegründung zu Artikel 1 Nr. 2, Artikel 3 Nr. 1 MiFID-UmsG-E anregen.

Wir würden es insofern für förderlich halten, wenn die Gesetzesbegründung in diesem Punkt an bisherige Verlautbarungen sowie der einschlägigen Gesetzeskommentierung zum kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff soweit wie möglich argumentativ anknüpfen würde, wobei eventuelle inhaltliche Widersprüche, etwa zu früheren Auslegungsschreiben, vermieden werden sollten.

So ist nach dem Anhang des Rundschreibens 17/99 zum Wertpapierbegriff gemäß § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) maßgebliches Kriterium für die Wertpapiereigenschaft, dass Wertpapiere auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Für die Handelbarkeit soll hiernach neben der Vertretbarkeit die Zirku-

lationsfähigkeit der Anteile erforderlich sein (S. 1.1.b.). Auch die Gesetzeskommentierungen zum kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff stufen diese Eigenschaften als ausschlaggebende Anknüpfungspunkte für die Wertpapiereigenschaft ein.

Die Gesetzesbegründung zu Artikel 1 Nr. 2, Artikel 3 Nr. 1 MiFD-UmsG-E konzentriert sich demgegenüber weniger auf die Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt, die ohne nähere Begründung lediglich verneint wird, sondern vielmehr auf das Kriterium der Vergleichbarkeit mit Aktien. So sei auf Grund der fehlenden Verkörperung geschlossener Fondsanteile die Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb nicht möglich. Deshalb sei die Vergleichbarkeit mit Aktien bei einem Eigentumswechsel im Wege der Zession nicht gegeben.

Diese Argumentation ist unserer Auffassung nach grundsätzlich zutreffend. Allerdings begründet sich hieraus nicht nur die mangelnde Vergleichbarkeit mit Aktien, sondern wird hieraus insbesondere das für die Handelbarkeit bisher wesentliche Kriterium der Zirkulationsfähigkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds entscheidend entkräftet. Eine Präzisierung durch entsprechende Anknüpfung an das Merkmal der Zirkulationsfähigkeit wäre daher zu begrüßen.

Die Feststellung der Nichtanwendbarkeit der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb mangels Verkörperung von geschlossenen Fondsanteilen erscheint zudem im Widerspruch zum Anhang des Rundschreibens 17/99 zum Wertpapierbegriff gemäß § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG zu stehen. So wird hier unter 1.1.c. und d. davon ausgegangen, dass die Zirkulationsfähigkeit nicht grundsätzlich dadurch ausgeschlossen werde, dass die Übertragung des in der Urkunde verbrieften Anspruchs durch **forderungsrechtliche Abtretung** erfolgt und diese in engen Grenzen auch kraft guten Glaubens – nämlich über § 405 BGB – erworben werden kann. Es wird angeregt, diesen Widerspruch innerhalb der Gesetzesbegründung aufzulösen.

Die mangelnde Zirkulationsfähigkeit von geschlossenen Fondsanteilen äußert sich darüber hinaus in den Einschränkungen hinsichtlich ihrer Übertragbarkeit, die aus verschiedenen gesetzlichen Vorschriften sowie regelmäßig auch aus den gesellschaftsvertraglichen Ausgestaltungen hervorgehen. Nur beispielsweise zu nennen sind hier:

- **§ 717 S. 1 BGB: Nichtübertragbarkeit der Gesellschafterrechte.**
- **§ 162 Abs. 1, 106 Abs. 2 HGB: Jeder hinzutretende Kommanditist ist im Handelsregister einzutragen einschließlich der Höhe der jeweiligen Einlage. Der Neu-Kommanditist hat der Komplementär-GmbH oder ggf. dem Treuhandkommanditisten eine notariell beglaubigte Handelsregistervollmacht vorzulegen. Ferner hat der ausscheidende Kommanditist für die Handelsregisterumschreibung gegenüber dem Handelsregister zu erklären, dass er von der Gesellschaft keine Abfindung erhalten hat.**

- **§§ 1822 Nr. 3, 1643, 1908i BGB: Zustimmungserfordernis durch Vormundschaftsgericht bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen an Minderjährige, Betreute und Mündel des Vormundes.**
- **§§ 160, 161 Abs. 2: Ausscheidende Kommanditisten haften über 5 Jahre für bis zum Austritt begründete Verbindlichkeiten der KG nach.**
- **Der Neu-Kommanditist haftet nach § 172 Abs. 4 HGB, soweit er und/oder der ausscheidende Kommanditist Ausschüttungen erhalten hat, die nicht durch einen entsprechenden Gewinn der Gesellschaft gedeckt sind.**
- **Vollständiger gesellschaftsvertraglicher Ausschluss der Übertragbarkeit von Fondsanteilen, teilweise aber nur zeitlich befristet.**
- **Zustimmungserfordernis für die Übertragung von Fondsanteilen durch Geschäftsführung.**
- **Übertragbarkeit nur an bestimmten Stichtagen aus verschiedenen steuerlichen Gründen sowie aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen (z.B. Vereinfachung der Berechnung von Ausschüttungen sowie der Erstellung von Abschichtungsbilanzen und Steuererklärungen).**

Die genannten Einschränkungen wurden dem Grunde nach bereits im Anhang des Rundschreibens 17/99 zum Wertpapierbegriff gemäß § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG festgestellt. Nach 1.1.d. des Anhangs ist eine Forderung danach „...von vornherein nicht zirkulationsfähig, wenn die Abtretung durch Vereinbarung mit dem Schuldner ausgeschlossen oder von der Zustimmung des Schuldners abhängig gemacht wurde oder ein gesetzliches Abtretungsverbot besteht.“ Es wäre zu begrüßen, wenn diese Argumentation entsprechend Eingang in die Gesetzesbegründung finden würde.

Entsprechend der vorangestellten Ausführungen möchten wir für die Gesetzesbegründung zu Artikel 1 Nr. 2 sowie Artikel 3 Nr. 1 MiFID-UmsG-E zusammenfassend folgende modifizierte Formulierung vorschlagen:

„Neu aufgenommen in die Kategorie der Anlagewerte nach Nummer 2 wurde entsprechend Artikel 4 Abs. 1 Nr. 18 Buchstabe a der Finanzmarktrichtlinie eine Referenz zu Anteilen an Personengesellschaften. Für alle Anlagewerte gemäß Nummer 2 erforderlich ist neben der Vergleichbarkeit mit Aktien insbesondere deren Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt. Maßgebliches Kriterium hierfür ist die Zirkulationsfähigkeit der Anteile. Diese erfordert neben einer Verbriefung zumindest eine Verkörperung in einer Art und Weise, die eine Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb grundsätzlich möglich macht. Dies ist bei Beteiligungen an geschlossenen Fonds in der Regel nicht möglich, da sie nicht als urkundlich verbrieftete Inhaberpapiere aus-

gewiesen und somit der Eigentumswechsel regelmäßig im Wege der Zession stattfindet.

Die mangelnde Zirkulationsfähigkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds äußert sich ferner in verschiedenen die Übertragbarkeit einschränkenden gesetzlichen Vorschriften wie z.B. der Nachhaftung des Altgesellschafters gem. § 160 Abs. 1 HGB. Darüber hinaus steht die Übertragbarkeit regelmäßig unter gesellschaftsvertraglichen Zustimmungsvorbehalten. Diese sind etwa Folge steuerlicher Vorschriften, beispielsweise der gesellschaftsbezogener Ergebnisabschichtung, die eine tatsächliche Übertragbarkeit nur zu bestimmten Stichtagen zulässt.

Der gegenüber Anteilen an Aktiengesellschaften wesentlich umfangreichere Rechkatalog und die daraus resultierende erhöhte Einflussnahmemöglichkeit der Gesellschafter auf unternehmerische Entscheidungen dokumentiert nicht nur die fehlende Handelbarkeit von Anteilen an Publikumsgesellschaften, sie verdeutlicht auch, dass diese weder hinreichend standardisiert noch mit Aktien vergleichbar sind.“

2. Artikel 7 MiFID-UmsG-E

In Artikel 7 MiFID-UmsG-E ist mit dem § 8f Abs. 2 Nr. 9 VerkProspG ein Ausnahmetatbestand zur Prospektspflicht des § 8f Abs. 1 VerkProspG für auf dem Zweitmarkt angebotene Anteile, die vor dem Eintreten der Prospektspflicht am 01.07.2005 veräußert wurden (sog. „Alt-Fonds“), in das Verkaufsprospektgesetz aufgenommen worden. Die Regelung entspricht dem Unterpunkt 2.2. des Auslegungsschreibens der BaFin zur Prospektspflicht.

Im Hinblick auf das Angebot von Zweitmarktanteilen, für die bereits ein Prospekt nach den Vorschriften des Verkaufsprospektgesetzes erstellt wurde (sog. „Neufonds“), wird in der Gesetzesbegründung zu Artikel 7 festgestellt, dass diese prospektfrei sind (Seite 116, 1. Absatz).

Zu diesem Ergebnis kann man zwar bereits bei Zugrundelegung derzeit geltender Rechtsmaterialien, insbesondere auch des Unterpunktes 2.1. des BaFin-Auslegungsschreibens kommen. Da sich eine solche Auslegung aber nicht ohne weiteres erschließt, ist die Klarstellung zu begrüßen, schafft sie doch Rechts- und Anwendungssicherheit. Gleiches gilt für den darauf folgenden Absatz, in dem ergänzend verdeutlicht wird, dass öffentliche Angebote auf dem Zweitmarkt damit in der Regel nur dann der Prospektspflicht unterliegen, wenn pflichtwidrig bei der Emission kein Prospekt erstellt wurde oder ein Ausnahmetatbestand des Absatzes 2 vorliegt und das Angebot auf dem Zweitmarkt nicht unter einen Ausnahmetatbestand des Absatzes 2 fällt.

Im Hinblick auf das Vorliegen eines Ausnahmetatbestandes des Absatzes 2 müsste es unserer Einschätzung nach allerdings **„vorlag“** anstelle von **„vorliegt“** heißen, da hier Bezug auf die Erstemission genommen wird, die regelmäßig in der Vergangenheit liegen wird.

Wir regen insofern eine Änderung an.

Hinsichtlich des Wortlautes des § 8f Abs. 2 Nr. 9 VerkProspG fällt auf, dass die Begrifflichkeiten vergleichsweise unbestimmten Charakters sind. Zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten insbesondere im Hinblick auf drohende Bußgeldsanktionen nach § 17 VerkProspG würden wir es begrüßen, wenn im Rahmen der Gesetzesbegründung hierzu klarstellende Erläuterungen und Präzisierungen vorgenommen würden. Insofern sollten die **„bestimmten Mindestvoraussetzungen“** konkretisiert werden, die gemäß des letzten Satzes der Gesetzesbegründung zum Abs. 2 Nr. 9 zum Schutz der Anleger erfüllt sein müssen, damit „alte“ Zweitmarktanteile auf einer Plattform prospektfrei gehandelt werden können.

Grundsätzlich unklar ist, ob die in Absatz 2 Nr. 9 genannten Kriterien **rein formal zu verstehen sind oder ob an sie konkrete inhaltliche Anforderungen** zu stellen sind.

Zu den Kriterien, die für einen Markt im Sinne des Absatzes 2 Nr. 9 vorausgesetzt werden, stellen sich im Einzelnen folgende Auslegungsfragen:

- Was bedeutet **„regelmäßiges Stattfinden“**? Wird hieran eine bestimmte Anzahl von Transaktionen bzw. ein Mindestumsatz in bestimmten Zeitabschnitten vorausgesetzt? Würde etwa die Veräußerung eines Fondsanteils pro Quartal einen regelmäßig stattfindenden Markt darstellen? Liegt ein regelmäßig stattfindender Markt auch dann vor, wenn Fondsanteile nur angeboten werden, es sich aber keine Käufer finden?
- Was ist unter **„geregelten Funktions- und Zugangsbedingungen“** zu verstehen? Ist etwa ein konkretes, detailliertes Regelwerk erforderlich oder reichen auch gewisse Grundstrukturen aus? Unterliegen die Funktions- und Zugangsbedingungen der Schriftform? Müssen Regeln für die Zulassung bzw. den Zugang zu Zweitmarktplattformen der zu veräußernden Fonds bestehen (z.B. AGBs)? Inwieweit muss der Vorgang der Preisfindung fest- und offen gelegt sein (z.B. Marketmaker bei der Fondsbörse Deutschland)?
- Wann ist ein Markt für das Publikum **unmittelbar oder mittelbar zugänglich**?
- Ist unter der **Verantwortung eines Betreibers** eine Verantwortung im haftungsrechtlichen Sinne gemeint ist oder ist diese lediglich „technisch“ zu verstehen? Da das Verkaufsprospektgesetz mit den geltenden §§ 13, 13a abschließende Haftungstatbestände enthält, liegt es unserer Auffassung nach nahe, der Verantwortung eines Betreibers im Sinne des Absatzes 2 Nr. 9 keiner haftungsrelevanten Bedeutung zuzuordnen. Wir möchten anregen, in diesem Punkte eine entsprechende Klarstellung in die Gesetzesbegründung einzubringen.
-

Im letzten Satz der Gesetzesbegründung zu Artikel 7 MiFID-UmsG-E wird offenbar davon ausgegangen, dass die für einen Markt im Sinne des Absatzes 2 Nr. 9 vorauszusetzenden

Kriterien nur dann vorliegen, wenn Zweitmarktanteile auf einer „Plattform“ gehandelt werden. Damit stellt sich auch die grundsätzliche Frage, was unter einer Plattform zu verstehen ist bzw. inwieweit der Zweitmarkthandel außerhalb von „Plattformen“ noch prospektfrei wäre.

Mit freundlichen Grüßen



Eric Romba
Rechtsanwalt
Hauptgeschäftsführer VGF