

Bundesministerium der Finanzen
Referat VII B 5
Wilhelmstraße 97

10117 Berlin

Nur per E-Mail: VIIB5@bmf.bund.de

29. Juli 2008

**Entwurf für Änderungen von § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 Kreditwesengesetz, § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 Wertpapierhandelsgesetz und §§ 54b, 65f Versicherungsaufsichtsgesetz;
Konsultation der Spitzenverbände des Finanzgewerbes und der Wirtschaft**

Gz: VII B 5 - WK 6130/07/0001

Dok: 2008/0366512

Sehr geehrte Frau Thöne,
sehr geehrter Herr Dr. Kerkloh,

wir bedanken uns für die Zusendung des in der Betreffzeile genannten Entwurfes und der Gelegenheit zur Stellungnahme. Wir beschränken unsere Ausführungen auf die vorgesehene Ersetzung des bisherigen Tatbestandes des Finanzkommissionengeschäfts durch einen neuen Tatbestand des Effektengeschäfts in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG sowie der hieraus hervorgehenden Folgeänderung in § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 WpHG.

Durch Änderung des § 1 Abs. 2 Nr. 4 KWG sollen zukünftig „die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für andere“ ein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft darstellen. Die Neufassung ist der Begründung zufolge weit auszulegen. So soll ein Handeln „für andere“ wirtschaftlich zu verstehen sein und bereits dann vorliegen, wenn die materiellen Vor- und Nachteile der Geschäfte über die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten nicht dem Abschließenden, sondern einem anderen zugute kommen oder zur Last fallen, der andere also das Risiko der Geschäfte trägt und sich die Tätigkeit als (regelmäßig vergütete) Dienstleistung für den Anderen darstellt, dem die Teilhabe an dem Handelsergebnis versprochen wird.

Erfasst werden sollen insbesondere auch Angebote, die sich an das breite Publikum richten und bei denen der Anleger über ihre Einbindung in gesellschaftsrechtliche Modelle, z.B. Treuhandkommanditmodelle, oder die Ausgabe von Ge-

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

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

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

nussrechten und Schuldverschreibungen zusammengefasst werden, um ihre Gelder in Finanzinstrumente anzulegen. Die Beschränkung auf solche Geschäfte, denen ein konkreter Einzelauftrag zugrunde liegt, soll damit abgeschafft werden.

Die vorgeschlagene Gesetzesänderung einschließlich ihrer auf eine weite Auslegung ausgerichtete Begründung stößt bei uns auf erhebliche Bedenken und ist daher abzulehnen. Die Absicht des Gesetzgebers bestimmte Anlagemodelle, die Anlegern in der Vergangenheit Schaden zugefügt haben, unter die Finanzaufsicht zu stellen, ist zwar nachvollziehbar und wird von uns grundsätzlich unterstützt. Der hier gewählte Weg erscheint hierzu jedoch vollkommen ungeeignet. Denn neben den Modellen, die die Zwischenschaltung einer Personengesellschaft in die Gesellschaftsstruktur nur zu dem Zweck nutzten, ihre eigentlich aufsichtspflichtigen Geschäfte zu umgehen, würden hiermit gleichzeitig auch zahlreiche Finanzprodukte der Bankenaufsicht unterworfen, für die bislang nie ein Bedürfnis der Aufsichtspflicht in Rede gestanden hat.

Die Neufassung des geltenden Finanzkommissionsgeschäfts würde zu unverhältnismäßigen Eingriffen in die Produktwelt bzw. in der Folge faktisch zum „Aus“ für teils seit Jahren bestehende Beteiligungsprodukte führen. Davon wären die Finanzbranche insgesamt sowie die Anbieter geschlossener Fonds im Besonderen in erheblichen Maßen betroffen. Eine Vielzahl von bisher erlaubnisfrei und als solche seit Jahren beanstandungsfrei betriebenen Geschäften dürfte durch eine wirtschaftlich weite Auslegung der Norm nach Maßgabe der Begründung künftig erlaubnispflichtig werden.

Der Zweck geschlossener Fonds, die in Wertpapiere investieren, besteht in der Gewinnerzielung durch die Verwaltung eigenen Vermögens, das die Anleger zur Verfügung stellen. Es handelt sich bei ihnen daher grundsätzlich nicht um Bankprodukte im Sinne des KWG, sondern um Investmentprodukte, die einer ausreichenden und in jüngerer Zeit durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) noch weiter optimierten Kontrolle unterliegen.

Der Entwurfstext ist keineswegs eindeutig, sondern aufgrund seiner Unbestimmtheit in mannigfacher Hinsicht interpretationsfähig und interpretationsbedürftig. Es steht daher zu befürchten, dass der Finanzplatz Deutschland durch die mit dem Gesetzentwurf verbundene Rechtsunsicherheit enormen Schaden nehmen würde. Eine so deutliche Ausweitung der Norm ist daher bereits aus grundsätzlichen Erwägungen abzulehnen.

Im Einzelnen:

1. Der neu gefasste Tatbestand bildet aufgrund seiner weiten und unklaren Formulierung Schnittmengen und Überschneidungen mit anderen Bankgeschäften bzw. Finanzdienstleistungen, wie dem des Eigenhandels, des Eigengeschäfts oder der Finanzportfolioverwaltung. Es besteht daher die Gefahr, dass ein derartiger Tatbestand nicht nur zahlreiche bisher erlaubnisfreie Tätigkeiten, sondern daneben auch anderweitig bereits normierte Tatbestände wie die Abschlussvermittlung und den Eigenhandel umfassen und somit zu einem so bisher nicht vorgesehenen und in dieser Ausgestaltung nicht europarechtskonformen Auffangtatbestand würde (vgl. mit Verweis auf die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die Finanzmarkt-richtlinie (Richtlinie 2004/39 EG, Markets in Financial Instruments Directive = MiFiD) bereits das Urteil des BVerwG vom 27. Februar 2008, „keine Generalklausel“). Eine dogmatisch nachvollziehbare Verortung des vorgeschlagenen Tatbestandes in der Systematik der bestehenden Tatbestände des § 1 KWG erscheint in Anbetracht des unbestimmten Wortlauts nicht möglich.

Problematisch dürfte in Zukunft beispielsweise gerade die Grenzziehung zum Tatbestand des Eigenhandels für andere werden, der bereits dann vorliegt, wenn ein Unternehmen Finanzinstrumente im eigenen Namen für eigene Rechnung für andere mit dem Ziel anschafft und veräußert, bestehende oder erwartete Unterschiede zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis oder anderen Preis- oder Zinsschwankungen auszunutzen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) lässt es für die Begründung dieses Tatbestandes bereits genügen, wenn die Tätigkeit mit der Absicht unternommen wird, Gewinn zu erzielen und sich als Beteiligung am allgemeinen Wirtschaftsverkehr darstellt. Eine Unterscheidung zum avisierten neuen Tatbestand des Effektengeschäfts lässt sich hier in der Praxis in vielen Gestaltungsvarianten kaum noch rechtssicher treffen.

Gleichermaßen stellt sich die Frage der Abgrenzung zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Da „die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum“ der Natur der Sache nach auch den Handel mit Finanzinstrumenten für andere umfasst, würde der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung in der Praxis gänzlich in dem neuen Tatbestand des Effektengeschäfts aufgehen. Hier verdeutlicht sich die Notwendigkeit des Abgrenzungskriteriums des Einzelauftrags in einem besonderen Maß.

Ebenso problematisch erscheint die Einbeziehung von Inhaberschuldverschreibungen (hierzu zählen auch die Genussrechte). Deren Ausgabe steht zwar dem Einlagengeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG nahe, ist aber nach dem Willen des historischen Gesetzgebers ausdrücklich von dieser Vorschrift ausgenommen. Hintergrund dieses ausdrücklichen Ausschlusses für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen war die Intention des historischen Gesetzgebers, Industrieunternehmen über die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen Finanzierungsmöglichkeiten über den Kapitalmarkt zu eröffnen, ein Anliegen, was angesichts der seit der Bankkrise verschlechterten Finanzierungsmöglichkeiten über Bankkredite heute noch mehr Geltung beanspruchen dürfte. Eine Subsumtion solcher Papiere nun unter den Tatbestand des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG würde hier also zweifelsfrei nicht nur zu einer gesetzesimmanenten Systemwidrigkeit führen, sondern eine nach wie vor sinnvolle Ausnahmenvorschrift ins Leere laufen lassen. Dies umso mehr, als eine exakte Grenzziehung schwierig erscheint. So stellt sich beispielsweise auch die Frage, ob auch Gewinnschuldverschreibungen nach § 221 Abs. 1 AktG oder Zertifikate, welche sich auf einen Korb aus Aktien oder einen Wertpapierindex als Basiswert beziehen, hierunter fallen sollen.

2. Die aufgrund der Verwaltungsauffassung der BaFin in den vergangenen Jahren bestehende Rechtsunsicherheit bezüglich der Reichweite des Terminus „Finanzkommissionsgeschäft“, die erst durch verschiedene Entscheidungen der Verwaltungsgerichtsbarkeit – zuletzt die Entscheidung des BVerwG vom 27. Februar 2008 (Az. 6 C 11.07) – beseitigt werden konnte, würde durch die Neuregelung nahtlos in eine gesetzgeberische Regelung, die die gleichen oder gar mehr Unschärfen in sich birgt, münden. Die Finanzbranche sollte erwarten können, dass sich Änderungen im Tatbestand des „Finanzkommissionsgeschäfts“ in die Systematik des § 1 KWG einfügen, insbesondere unter Beachtung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit. Dies ist bei dem vorgelegten Entwurf nicht der Fall.
3. Durch den Entwurf würden nicht nur erhebliche Abgrenzungsschwierigkeiten und systematische Ungereimtheiten hinsichtlich der genannten Tatbestände des § 1 KWG entstehen. Die vorgesehene Auslegung begegnet aufgrund der Unbestimmtheit der Norm auch rechtsstaatlichen Bedenken. Dies gilt umso mehr, als das unerlaubte Betreiben von Bankgeschäften strafbewährt ist (vgl. § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG) und die Norm des § 1 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 KWG als Ausfüllungstatbestand des Begriffs „Bankgeschäft“ folglich am Maßstab des speziellen Bestimmtheitsgebots aus Artikel 103 Abs. 2 GG zu messen sein dürfte.

Unklar und unbestimmt bleibt hierbei, welche Geschäftsmodelle in der Praxis als „Geschäft für andere“ zukünftig erlaubnispflichtig wären. Nach der Begründung des Entwurfs scheint es nahe liegend, nahezu *jedliches* nicht ganz unbedeutendes Investment eines verbandsmäßig verfassten Rechtsträgers (juristische Personen, Personengesellschaften etc.) in Finanzinstrumente wirtschaftlich als ein „Geschäft für andere“ zu begreifen, da die Chancen und Risiken derartiger Geschäfte bei wirtschaftlicher Betrachtung *regelmäßig* die Gesellschafter des Unternehmens treffen. Jede Aktiengesellschaft, die auch Verwaltung eigenen Vermögens betreibt, wäre damit für ihre Aktionäre als Effektenhändler anzusehen sein. Somit würde nahezu jedes deutsche Industrieunternehmen zukünftig eine Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften benötigen – ein für die Praxis doch recht befremdliches Ergebnis.

Bei konsequenter Fortführung dieses Gedankens wäre (aufgrund des weit gefassten Begriffs des Finanzinstruments) schließlich sogar eine Übernahme oder Beteiligung an einer Aktiengesellschaft durch beispielsweise ein Industrieunternehmen als erlaubnispflichtiges Bankgeschäft zu qualifizieren – auch dies ein offenkundig sinnwidriges Ergebnis. Die Abgrenzung zu anderen erlaubnisfreien Tatbeständen wie etwa dem Beteiligungserwerb eines Finanzunternehmens i.S.v. § 1 Abs. 3 Nr. 1 KWG wäre vor diesem Hintergrund erheblich erschwert, wenn nicht gar unmöglich.

4. Die als Voraussetzung des Tatbestandsmerkmals „für andere“ erst aus der Entwurfsbegründung zu entnehmende „(regelmäßig vergütete) Dienstleistung“ taugt bei näherer Betrachtung nicht zur Abgrenzung des „Effektingeschäfts“ von solchen Geschäften, deren Erlaubnisfreiheit *de lege lata* außer Frage steht – zumindest nicht mit der zugrunde gelegten Intention, „insbesondere“ auch gesellschaftsrechtliche Anlagemodelle für das „breite Publikum“ in den Tatbestand einzubeziehen.

Dies soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden: Die Geschäftsleitung einer Aktiengesellschaft, die sich für eine Eingehung einer Finanzbeteiligung an einem Konkurrenzunternehmen, dessen Anteile ebenfalls in Wertpapieren verbrieft sind, entscheidet, erbringt *wirtschaftlich* betrachtet für die Aktionäre des Unternehmens in gleichem Maße eine „Dienstleistung“ wie die Geschäftsleitung eines als Personengesellschaft konstituierten geschlossenen Fonds, die eine entsprechende Anlage tätigt. *Zivil- und gesellschaftsrechtlich* gesehen kann von einer Dienstleistung gegenüber dem Gesellschafter („für andere“) dagegen weder in der einen noch in der anderen Gestaltung gesprochen werden. In beiden Fällen handeln

die Gesellschafter rechtlich für das von ihnen vertretene Unternehmen und nicht für die dahinter stehenden Investoren.

Dass eine abweichende *aufsichtsrechtliche* Interpretation gelingen könnte, die eine differenzierte Einordnung der beiden Fallgestaltungen ermöglicht, erscheint im Lichte des Normentwurfs ausgeschlossen: Schließlich bildet der Wortlaut der Norm auch insoweit die Grenze der zulässigen Auslegung.

Das Beispiel verdeutlicht, dass das Abgrenzungsmerkmal aus der Entwurfsbegründung „Dienstleistung für andere“ nicht zu dem augenscheinlich verfolgten Zweck geeignet ist, an das breite Publikum gerichtete kollektive Anlagemodelle – offen bleibt nach der Begründung auch, ob insgesamt oder nur in bestimmten Fällen – als erlaubnispflichtiges Bankgeschäft zu qualifizieren.

5. Die beabsichtigte Neuregelung verkennt zudem historisch gewachsene Strukturen in der Finanzbranche. So werden in der Praxis sehr häufig - beispielsweise für die Emission von strukturierten Schuldverschreibungen - so genannte Emissionsvehikel (Special Purpose Vehikel – SPVs) genutzt. Um sich gegen Rückzahlungsrisiken und Zahlungsausfälle im Interesse der Schuldverschreibungsinhaber abzusichern, investieren diese SPVs regelmäßig in Finanzinstrumente (insbesondere in Optionsrechte und Swaps gegenüber den regulierten Konzernunternehmen). Diese in der Praxis bereits aus Anlegergesichtspunkten notwendige Absicherungstechnik würde durch die Einbeziehung unter die Erlaubnispflicht nach § 32 KWG vor dem Aus stehen.
6. Abgrenzungsprobleme dürften sich ebenfalls im Zusammenhang mit Wagniskapitalgesellschaften nach dem Wagniskapitalbeteiligungsgesetz sowie mit Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nach dem Unternehmensbeteiligungsgesetz stellen. Auch diese dürften regelmäßig in den Anwendungsbereich des neuen Tatbestandes des Effektengeschäfts fallen.
7. Geschlossene Fonds nutzen Zertifikate oder Genussscheine regelmäßig zur Strukturierung einer Vermögensanlage, so dass in der Regel nicht in Finanzinstrumente, sondern in andere Vermögenswerte wie Immobilien, Schiffe usw. investiert wird. Hervorzuheben sind hierbei Dachfonds-Konstruktionen, bei denen eine Fonds-KG in ein Zertifikat investiert, welches wiederum die Investitionen und Erträge verschiedener Zielinvestments bzw. Zielfonds abbildet. Ziel solcher Konstruktionen sind regelmäßig

- a) die Vereinfachung der Verwaltung der hohen Anzahl von Beteiligungen, die durch den Publikumfonds an einer Vielzahl von Assets gehalten werden,
- b) die vereinfachte Prospektierbarkeit oder
- c) die Zugänglichmachung des Investments für internationale Investoren.

In über 99 % der Fälle geht es jedoch gerade nicht darum, risikoreiche Spekulationsgeschäfte in Bezug auf Finanzinstrumente oder ein Portfolio von Finanzinstrumenten durchzuführen, die offenbar als aufsichtsrechtlich bedenklich angesehen werden und daher einer Erlaubnis bedürften.

Ferner würden durch die Neuregelung auch diejenigen Maßnahmen geschlossener Fonds in Frage gestellt werden, bei denen zum Zwecke des Liquiditätsmanagements (im Sinne einer den Anlegern zu Gute kommenden Ertragssteigerung) freie Mittel vorübergehend in Finanzinstrumente (wie z.B. Geldmarktpapieren) investiert werden.

8. Der neugefasste Tatbestand des Effektingeschäfts entfernt sich in bedenklicher Weise von den Vorgaben der europäischen Finanzmarktrichtlinie (MiFID). Insbesondere die in der Gesetzesbegründung angeführte Notwendigkeit der tatbestandlichen „Klarstellung“ zur effektiven Umsetzung des Gemeinschaftsrechts geht fehl. Eine solche ist – wie bereits das BVerwG in seiner Entscheidung vom 27. Februar 2008 ausgeführt hat – nicht angezeigt, da gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. h der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) die Geschäftsstruktur kollektiver Anlagemodelle vom Anwendungsbereich ausgeschlossen ist und andere Formen vermögensverwaltender Tätigkeiten neben der Portfolioverwaltung im Anhang 1 der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) nicht aufgeführt werden.

Nach der Systematik des Anhangs 1 Abschnitt A Nr. 2 der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) werden als Wertpapierdienstleistung sowohl die Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden (Nr. 2) als auch die Portfolioverwaltung (Nr. 4) aufgelistet und damit ebenfalls zwischen den Typen der Einzelgeschäfte und der Vermögensverwaltung in Form der Portfolioverwaltung unterschieden. Ebenso wie schon im Rahmen der Vorgängerregelung, der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Richtlinie 93/22/EWG), richtet sich die Erlaubnisbedürftigkeit einer Dienstleistung nach der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) nur nach der Form des zwischen Unternehmen und Kunden abgeschlossenen Rechtsgeschäfts und nicht nach dem

hiermit für den Kunden verbundenen Risiko. Dies hat auch das BVerwG in seinem Urteil vom 27. Februar 2008 ausdrücklich bestätigt.

In der Konsequenz muss daher hier sogar die Frage aufgeworfen werden, ob die Gesetzesinitiative nicht die Grenzen der zulässigen Auslegung der Finanzmarktrichtlinie (Vgl. hierzu bereits EuGH Slg. 2002, I – 10797) bereits verlassen hat, indem diese die „Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden“ fordert. Aus Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Erwägungsgründen 6-8 der Durchführungsrichtlinie zur Finanzmarktrichtlinie (Richtlinie 2006/73/EG) folgt aber, dass die Mitgliedstaaten nur unter ganz außergewöhnlichen Umständen und unter ganz bestimmten Voraussetzungen abweichende Regelungen erlassen dürfen.

Es besteht insofern zu besorgen, dass die Einfügung der Vorschrift den gleichen Bedenken begegnet, wie die Ergänzung des Tatbestandes der Anlagevermittlung um den Tatbestand der Nachweismakelei. Zwar ist der Gesetzgeber grundsätzlich nicht gehindert, über die Anforderungen der Richtlinien hinauszugehen, doch muss dies unter Beachtung der Grundsätze des EuGH, die dieser in Sachen Testa und Lazzeri (Rs. C - 356/00 – EuGH-Urteil vom 21. November 2002) aufgestellt hat, geschehen. Indem sich die Begründung zum Entwurf auf die Umsetzung von Gemeinschaftsrecht stützt, entspricht sie diesen Vorgaben gerade nicht. Im Ergebnis steht die Neufassung damit auch der Vorgabe des Koalitionsvertrages zur „Eins zu Eins Umsetzung“ von europäischen Richtlinien im Bereich der Finanzmarktpolitik entgegen (Vgl. B. II. 3., S. 86 des Koalitionsvertrages von CDU, CSU und SPD vom 11. November 2005).

In der Praxis wäre durch einen nationalen „Alleingang“ zu befürchten, dass Verwerfungen zu aufsichtsrechtlichen Behandlungen in anderen (insbesondere benachbarten) Mitgliedstaaten auftreten, welche die Marktteilnehmer verunsichern und zu Nachteilen für den Finanzplatz Deutschland führen könnten.

Die gerade erst eingelebte Rechtssicherheit und Rechtsklarheit würde durch die neue Gesetzesinitiative zum Nachteil für den Finanzstandort wieder beseitigt.

9. Der Gesetzgeber hat sich im Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) ausdrücklich und zu Recht dafür entschieden, die Begriffe „Finanzinstrumente“ und „Wertpapiere“ nicht auf die Beteiligungen an Personengesellschaften anzuwenden (Vgl. Begründung des Regierungsentwurfs des FRUG, BT-Drs. 16/4028, S. 6 f., 54). Gegen die Einordnung

dieser Beteiligung als Wertpapier spricht auch das neue VerkProspG. Unterfielen die Anteile den Wertpapieren, so würde für sie das WpPG gelten und das VerkProspG weitgehend bedeutungslos sein. Durch die geplante Neufassung würden Beteiligungen an Personengesellschaften, deren Ziel oder Teilziel die Anlage von Investorengeldern in Finanzinstrumenten ist, über Umwege - nur kurz nach dem Inkrafttreten des FRUG am 1. November 2007 und damit im Widerspruch zur bisherigen neueren Gesetzgebung - einer Erlaubnispflicht nach dem KWG und damit einem weitgehenden Pflichtenkatalog unterstellt werden.

Schon die damalige parlamentarische Staatssekretärin (Finanzen) Barbara Hendricks hatte im Zusammenhang mit der Diskussion um die Einbeziehung von Anteilen an geschlossenen Fonds unter den Begriff der Finanzinstrumente darauf hingewiesen, dass eine Einbeziehung von geschlossenen Fonds „weitreichende Konsequenzen u. a. hinsichtlich des Pflichtenkatalogs des Wertpapierhandelsgesetzes, des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierprospektgesetzes hätte, die einer eingehenden Kosten-Nutzen-Analyse bedürften“ und sich in Anbetracht dessen ausdrücklich gegen eine Einbeziehung entschieden (Vgl. BT-Drs. 16/1934, S. 13f.).

10. Die fehlende Abstimmung des Gesetzentwurfs mit der aufsichtsrechtlichen Praxis zeigt sich zudem mit dem erst jüngst von der BaFin veröffentlichten Merkblatt zur Erlaubnispflicht von Family Offices vom 30. Juni 2008, welches so genannte Family Offices von der Erlaubnispflicht nach § 32 KWG freistellt. Danach soll die Übertragung von Vermögen durch den Vermögensinhaber auf eine vermögensverwaltende Kapitalgesellschaft, die ihr so gewonnenes Gesellschaftskapital, durch ihren Geschäftsführer oder Angestellte handelnd, in Finanzinstrumenten anlegt, nur den erlaubnisfreien Tatbestand des Eigengeschäfts begründen (§ 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 14 KWG). Gleiches soll für eine vermögensverwaltende Personengesellschaft z. B. in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft, die die Vermögensinhaber zu diesem Zweck gegründet haben und der sie das zu verwaltende Vermögen als Kommanditeinlage übertragen, gelten. Nach der vorliegenden Gesetzesinitiative dürften aber beide Sachverhalte in Zukunft unter den neuen Tatbestand des Effektengeschäfts fallen.
11. Die geplante Neuregelung würde schließlich auch zu erheblichen Verwerfungen mit den einschlägigen Bestimmungen des Investmentrechts führen: Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften im Sinne des Investmentgesetzes bedürften demnach eine Erlaubnis für das Effektengeschäft. Dies erscheint einerseits nach dem gerade erst vollzo-

genen Wegfall der Kreditinstituteigenschaft aufgrund des Investmentänderungsgesetzes vom 21. Dezember 2007 ein widersinniges Ergebnis, würde aber andererseits beispielsweise auch den durch die Richtlinie 85/611/EWG (OGAW-Richtlinie) verbrieften europäischen Pass, der durch die jüngsten Bemühungen auf EU-Ebene weiter gestärkt werden soll, in Frage stellen.

Zu bedenken ist auch, dass entsprechend Artikel 2 Abs. 1 lit. h der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften, die die kollektive Vermögensverwaltung nach dem Investmentgesetz erbringen, grundsätzlich nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen anzusehen und somit von den entsprechenden Anforderungen des Wertpapierhandelsgesetzes ausgenommen sind. Nur im Rahmen der individuellen Vermögensverwaltung, der Anlageberatung und der Verwaltung und Verwahrung von Anteilsscheinen an einem Sondervermögen oder an der Investmentaktiengesellschaft gelten gemäß Artikel 66 der Finanzmarktrichtlinie einige Pflichten des Wertpapierhandelsgesetzes entsprechend.

Insofern der neue Tatbestand des Effektengeschäfts eindeutig nicht von den in der Finanzmarktrichtlinie aufgeführten Tatbeständen erfasst wird und desgleichen nicht von der gegenseitigen Anerkennung der Herkunftsstaatsbeaufsichtigung abgedeckt ist, fehlen diesbezüglich die Voraussetzungen für die Inanspruchnahme des Europäischen Passes für den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr. Dies betrifft inländische wie ausländische Rechtssubjekte gleichermaßen und verschließt letztendlich auch Drittstaatenunternehmen den Zugang zum deutschen Markt.

12. Das KWG hat seit 1961 Schritt für Schritt, und zwar in bewusster Abkehr vom KWG des Jahres 1934, zu - einer verwaltungstechnisch wünschenswerten - gesetzlichen Ausbildung und Konturierung der Tatbestandsmerkmale des § 1 KWG gefunden. Der Entwurf würde eine Kehrtwende bedeuten, für die es einer systematischen oder doch zumindest politischen Rechtfertigung bedarf.
13. Eine tatbestandliche Einschränkung des geplanten Effektengeschäfts zur Adressierung der vorstehend geschilderten Bedenken dürfte sich unter Beachtung des gebotenen Maßes an Rechtssicherheit und Bestimmtheit als schwierig erweisen. Allein die seit Jahren kontrovers geführte Diskussion, gekennzeichnet von einer uneinheitlichen und zum Teil widersprüchlichen Rechtsprechung der erstinstanzlichen Gerichte, sollte als Indikator für die ohnehin schon diffizile Grenzziehung im Bereich der Erlaubnis-

pflicht kollektiver Anlagemodelle dienen. Vor allem aber wird ein nationaler Alleingang bei einer Ausweitung des europarechtlich vorgegebenen Tatbestandes des Finanzkommissionsgeschäfts abermals eine erhebliche Benachteiligung des Finanzplatzes Deutschland mit gesamtwirtschaftlichen Folgen nach sich ziehen.

14. Die Fernwirkungen der Gesetzesinitiative sind nicht ausreichend bedacht. Für viele der erstmalig von der Erlaubnispflicht betroffenen Marktakteure wird die Anwendbarkeit des geballten Pflichtenkatalogs aus WpHG und KWG allein die Konsequenz eines Rückzuges aus dem deutschen Markt als verbleibende Handlungsmöglichkeit bedeuten. Dies gilt umso mehr, als durch die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG) der Pflichtenkatalog im Bereich der Dokumentationsanforderungen, Aufbewahrungspflichten und Sorgfaltspflichten auf ein Maß angewachsen ist, welches angesichts des Geschäftsmodells geschlossener Fonds nicht nur in der Sache unpassend und unangemessen ist, sondern gleichfalls aufgrund des hiermit verbundenen Verwaltungs- und Personalaufwands von einer Vielzahl der vorhandenen Fondsgesellschaften schlichtweg praktisch nicht umzusetzen wäre.

Praktisch besteht hier schon das Problem, dass die jeweilige Fondsgesellschaft die Vermögenswerte eben nicht für die einzelnen Kunden und nach deren Vorstellungen erwirbt, sondern im Rahmen der vorher im Prospekt festgelegten Investmentstrategie. Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapierhandelsgesetzes gehen aber in Verfolgung des Regelungsanliegens der Finanzmarktrichtlinie in vielerlei Hinsicht ganz offensichtlich von der Abwicklung des Finanzkommissionsgeschäftes im Sinne separat zu beachtender Einzelaufträge aus. Des Weiteren fehlt den Fondsgesellschaften oftmals auch die zur ordnungsgemäßen Durchführung der Wohlverhaltensregeln erforderliche Kundennähe, insofern als dass die Fondsanteile oftmals über zwischengeschaltete Vermittler, die mangels Wertpapiereigenschaft der Anteile an geschlossenen Fonds selbst nicht an die Wohlverhaltensregeln gebunden sind, vertrieben werden.

Neben den wertpapierrechtlichen Wohlverhaltensregeln wären geschlossene Fonds zusätzlich auch dem auf Banken und Finanzdienstleistungsinstitute ausgerichteten Pflichtenkatalog des KWG unterstellt. Die Vielzahl der hierunter zu beachtenden Pflichten wäre aufgrund des wirtschaftlichen und strukturellen Hintergrundes von Fondsgesellschaften weder personell noch wirtschaftlich umzusetzen. Nur beispielsweise sei an dieser Stelle auf die Regelungen zum angemessenen Anfangskapital, auf die Re-

gelingen über Großkredite, die Solvenzvorschriften, die umfangreichen Meldevorschriften sowie die organisatorischen Anforderungen an die Geschäftsstruktur und die Geschäftsabwicklung hingewiesen.

Soweit Informationspflichten sinnvoll und durchführbar sind, werden diese bereits durch die Vorschriften des Verkaufsprospektgesetzes erfüllt. Durch die Einbeziehung der Fondsgesellschaften in den Bereich des WpHG/KWG würden diese daher einer unangemessenen Doppelreglementierung unterliegen, wobei ein etwaiger Mehrwert für den Anleger in keinem angemessenen Verhältnis zum damit verbundenen Aufwand steht.

Der vorgelegte Gesetzesentwurf erweckt insgesamt den Verdacht, als „Schnellschuss“ unter dem alleinigen Eindruck der deutlichen Entscheidung des BVerwG vom 27. Februar 2008 entstanden zu sein. Die grundsätzlich zu befürwortende Absicht der Förderung des Anlegerschutzes im Bereich der kollektiven Anlageprodukte wird aus den genannten Gründen aber verfehlt.

Sofern der Gesetzgeber in diesem Bereich eine Regulierung anstrebt, sollte dieser aus unserer Sicht eine qualifizierte Evaluierung vorangehen, aus der zu entnehmen ist, welche tatsächlichen Bedrohungen Anleger durch Anbieter bestimmter Geschäftsmodelle ausgesetzt sind und welche Strukturen und Verhaltensweisen diese Anbieter typischerweise kennzeichnen. Hierbei sollte auch berücksichtigt werden, welche Lösungen die wesentlichen Mitbewerber um die Finanzplätze – d.h. insbesondere Luxemburg, Irland, Schweiz und Großbritannien – anbieten.

Regulatorische bzw. aufsichtsrechtliche Verschärfungen im Bereich der geschlossenen Vermögensanlagen sollten grundsätzlich mit Bedacht und Rücksichtnahme auf die Besonderheiten der jeweiligen Produkte und die seit Jahrzehnten gewachsenen Strukturen erarbeitet werden, wobei ein sinnvoller Interessenausgleich und die Berücksichtigung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes zu beachten sind.

Geschlossene Fonds, die in Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente investieren, unterliegen seit dem 1. Juli 2005 der Prospektpflicht nach den Vorgaben des VerkProspG und der VermVerkProspV und werden dem entsprechend einer Prospektprüfung durch die BaFin unterzogen. Über die Prospektprüfung der BaFin hinaus lässt der Großteil der Anbieter geschlossener Fonds, darunter die im VGF Verband Geschlossene Fonds vereinigten Emissionshäuser, ihre Verkaufsprospekte einer umfassenden und detaillierten wirtschaftlichen Plausibilitätsprüfung nach dem Wirtschaftsprüfer-Standard IDW S4 unterziehen.

Die Branche der geschlossenen Fonds hat in den vergangenen Jahren weitere wirkungsvolle Selbstverpflichtungsmaßnahmen etabliert, die heute ein hohes Maß an

Transparenz gewährleisten. Nur beispielsweise zu nennen ist hierbei die Gründung der Ombudsstelle Geschlossene Fonds sowie die Erarbeitung eines Standards zur Erstellung von Leistungsbilanzen, durch den die zu dokumentierenden Ergebnisse der Anbieter geschlossener Fonds transparenter, vergleichbarer und umfassender geworden sind.

Sofern eine hierüber hinaus gehende Ausweitung auch der gesetzlichen Pflichten für Anbieter von geschlossenen Vermögensanlagen beabsichtigt wird, sollte diese mit Augenmaß und wünschenswerterweise unter frühzeitiger Beteiligung von Vertretern der Branche erarbeitet werden. Der vorliegende Gesetzentwurf wird diesen Maßgaben nicht gerecht.

Unter den genannten Umständen können wir nur empfehlen von der Gesetzesinitiative zur Änderung des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG Abstand zu nehmen.

Mit freundlichen Grüßen



Eric Romba
Rechtsanwalt
Hauptgeschäftsführer