

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

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Platz der Republik 1

11011 Berlin

Per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de

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

23. Februar 2007

***Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz)“
- Drucksachen 16/4028; 16/4037 -***

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

zu dem in der Betreffzeile genannten Gesetzentwurf möchten wir im Hinblick auf die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags am 07.03.2007 Stellung beziehen.

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 äußern wir uns zu dem unter Artikel 8 des Entwurfes neu in das Verkaufsprospektgesetz eingefügten Ausnahmetatbestand des § 8f Abs. 2 Nr. 9 VerkProspG-E.

I. Artikel 1 Nr. 2, Artikel 3 Nr. 1 FRUG-E

Entsprechend den Vorgaben der MiFID wurde unter Artikel 1 Nr. 2 sowie Artikel 3 Nr. 1 FRUG-E vom 12. Januar 2007 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 FRUG-E festgestellt:

„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 Finanzmarkttrichtlinie 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.“

Wir unterstützen die ausdrückliche Ausklammerung von Anteilen an geschlossenen Fonds aus dem Wertpapierbegriff des FRUG-E entsprechend der vorstehenden Gesetzesbegründung.

Die Ausführungen zur mangelnden Vergleichbarkeit geschlossener Fondsanteile mit Aktien sowie der Hinweis auf deren fehlende Standardisierung sind nach unserer Auffassung zutreffend. Gleiches gilt für die Feststellung, dass Anteile an geschlossenen Fonds in der Regel nicht geeignet sind, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden.

Zur ausführlichen Darstellung und Begründung unserer Auffassung verweisen wir auf den als Anlage beigefügten Fachaufsatz „Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?“ von Dr. Thorsten Voß, erschienen in der Februar-Ausgabe der Fachzeitschrift „Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)“ im C.H. Beck-Verlag (Seite 45ff.). Der Beitrag verdeutlicht, warum Anteile an geschlossenen Fonds aus vielen Gründen als nicht handelbar anzusehen sind (vgl. insbesondere die Ausführungen auf Seite 50ff. IV. 2).

Mit Bezug auf den Inhalt des Aufsatzes merken wir ergänzend an:

In der öffentlichen Diskussion um die Einbeziehung der geschlossenen Fonds in den Anwendungsbereich der MiFID und des FRUG-E wird wiederholt auf sog. Zweitmarkt-börsen hingewiesen. Diese Märkte werden von den Verfechtern der Einbeziehung geschlossener Fonds in die MiFID als Indiz für die Vergleichbarkeit mit Wertpapieren herangezogen. Klarzustellen ist aber:

1. Es gibt keine Börse im Sinne des BörsG für geschlossene Fondsanteile

Richtig ist, dass es keine Börse für geschlossene Fonds im Sinne des Börsengesetzes gibt. Die in der Öffentlichkeit beschriebenen Zweitmarktanbieter sind Beteiligungsmakler. Die Bezeichnung „Börse“ findet sich lediglich in ihrem Namen, ohne selbst die

Qualifikationen einer Börse im Sinne des Börsengesetzes zu erfüllen, zum Beispiel „Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG“.

2. *Der Zweitmarkt geschlossener Fonds ist ein Nischenmarkt in Bezug auf den Gesamtmarkt und rechtfertigt keine Gleichsetzung von geschlossenen Fonds mit Wertpapieren*

Die Zweitmarktumsätze in 2006 lagen bei ca. 612 Mio. EUR. Letztere Zahl entspricht gegenüber dem auf dem Erstmarkt eingesammelten Eigenkapital von 11,5 Mrd. EUR einem Anteil von etwas mehr als 5 %. Der tatsächlich vereinzelt stattfindende Handel kann kaum ein hinreichendes Indiz für das Vorliegen der generellen Handelbarkeit sein.

3. *Der Ankauf von „gebrauchten Fondsanteilen“ auf Zweitmärkten ist ein Profimarkt*

Erwarben in 2005 Anleger noch 4.651 Zweitmarktanteile, wurden 2006 nur noch 3.260 Anteile auf dem Zweitmarkt gehandelt. Im gleichen Zeitraum sind die Umsätze von 445 Mio. EUR (2005) auf 612 Mio. EUR (2006) angestiegen (Vgl. hierzu insgesamt *Loipfinger*, Marktanalyse der Teilnehmungsmodelle 2007). Dem gegenüber stehen die Zahlen aus dem Erstmarkt, mit 11,5 Mrd. EUR eingesammeltem Eigenkapital und 265.000 Anleger, die in geschlossene Fonds investierten.

Die Verringerung der Anzahl der Anleger bei gleichzeitigem Anstieg der Umsätze spricht für einen zunehmenden Anteil professioneller Großaufkäufer und zumindest auf Erwerberseite gegen eine breite Streuung. Der Anteil institutioneller Ankäufer lag beispielsweise auf dem Zweitmarkt der Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG in 2006 bei ca. 70% (Quelle: Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG). Unternehmen wie z.B. Madison, Tivoli oder Meridian10 kaufen für institutionellen Anleger „gebrauchte“ Fondsanteile von Privatanlegern.

4. *Die Übertragung eines geschlossenen Fondsanteils vom Verkäufer auf den Erwerber erfolgt anders als bei Aktien nicht in Millisekunden, sondern braucht mehrere Wochen*

Die Dauer einer Übertragung eines geschlossenen Fondsanteils steht der Annahme der Handelbarkeit ebenfalls entgegen. Anders als bei Wertpapieren, die sekundengenau abgerechnet und übertragen werden können, müssen die Parteien bei der Übertragung eines geschlossenen Fonds sich bei der Ausgestaltung der Übernahme des Anteils in einzelnen Punkten vertraglich einigen. Des Weiteren erfordern gesetzliche Form-erfordernisse die Einschaltung eines Notars. Standardisierte Übertragungsverträge gibt es derzeit nicht. Es sind Fälle im Markt bekannt, in denen die Übertragung eines Anteils annähernd zwei Jahre gedauert hat.

Nach alledem ist es gerechtfertigt und mit Blick auf die Umsetzungsverpflichtung europäischen Rechts richtig, Anteile an Personengesellschaften und damit geschlossene Fondsbeteiligungen nicht vom Anwendungsbereich der MiFID zu erfassen.

II. Art. 8 FRUG-E

In Artikel 8 FRUGG-E ist mit dem § 8 f Abs. 2 Nr. 9 VerkProspG ein Ausnahmetatbestand zur Prospektpflicht des § 8 f Abs. 1 VerkProspG für auf dem Zweitmarkt angebotene Anteile, die vor dem Eintreten der Prospektpflicht 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 Prospektpflicht.

Wir unterstützen die Regelung des Gesetzentwurfes, schafft sie doch Rechts- und Anwendungssicherheit.

Mit Bezug § 8 f Abs.2 Nr. 9 VerkProspG fällt der vergleichsweise unbestimmte Charakter der Begrifflichkeiten auf, die Gesetzgebung enthält keine Konkretisierung. Zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten insbesondere im Hinblick auf drohende Bußgeldsanktionen nach § 17 VerkProspG würden wir es für sinnvoll erachten, wenn im Rahmen der Gesetzesbegründung hierzu klarstellende Erläuterungen und Präzisierungen vorgenommen würden. Insofern sollten die „**bestimmten Mindestvoraussetzungen**“ konkretisiert werden.

Mit freundlichen Grüßen



Eric Romba
Rechtsanwalt
Hauptgeschäftsführer VGF

Anlage

Aufsatz BKR „Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?“ von Dr. Thorsten Voß

Zum VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.: Bezogen auf den Gesamtmarkt der geschlossenen Fonds in Deutschland und einem Fondsvolumen von mehr als 23 Mrd. EUR im Jahre 2006 repräsentiert der VGF ein Investitionsvolumen von fast 16 Mrd. Euro. Dies entspricht einem Marktanteil von annähernd 75 Prozent.

Ordentliche Mitglieder im VGF sind: AXA Merkens Fonds, BVT, CommerzLeasing und Immobilien, CRE Fonds Management, DBM Fonds Invest, DB Real Estate, DCM Deutsche Capital Management, Deutsche Structured Finance, DFH Deutsche Fonds Holding, DOBA, Dr. Peters, FHH Fondshaus Hamburg, HCI Capital, HGA Capital, Hannover Leasing, HIH Hamburgische Immobilien Handlung, IDEENKAPITAL, ILG Planungsgesellschaft für Industrie- und Leasingfinanzierung, IVG ImmobilienFonds, Jamestown, KG Allgemeine Leasing GmbH & Co., König & Cie, LHI Leasing, Lloyd Fonds, MPC Münchmeyer Petersen Capital, Nordcapital, Ownership, Real IS, Rothmann & Cie., SAB Spar- und Anlagenberatung, Sachsenfonds, Salomon & Partner, SHB, Signa Property Funds, Tomorrow Fund Management Deutschland, WestLB Trust GmbH, Wölbern Konzept.

Dr. Thorsten Voß*

Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?

I. Einführung

Im vergangenen Jahr hat die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)¹ bei Vertretern der Branche der geschlossenen Fonds für reichlich Diskussionsstoff gesorgt. Obgleich die die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (ISD)² ersetzende MiFID bereits seit April 2004 bekannt ist, wurde zahlreichen Marktteilnehmern erst Mitte des Jahres 2006 die mögliche Tragweite des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID bewusst, wonach der Wertpapierbegriff unter Herstellung einer Referenz zu Personengesellschaften neu gefasst wird. Aufgrund des Wortlauts dieser Vorschrift stellt sich die Frage, ob Anteile an geschlossenen Fonds³ zukünftig als Wertpapiere zu qualifizieren sind und welche aufsichtsrechtlichen Folgen eine derartige Einordnung mit sich bringen würde⁴.

Die Bundesregierung hat am 15. 11. 2006 den Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) verabschiedet und anschließend dem Bundesrat vorgelegt⁵. In der Gesetzesbegründung der Bundesregierung wird ausgeführt, dass Anteile an geschlossenen Fonds nicht unter den Wertpapierbegriff fallen, da es an einer

Vergleichbarkeit zu Aktien sowie an einer Standardisierung mangle und sie in der Regel nicht geeignet seien, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden⁶. Der Entwurf wurde gemeinsam mit der Stellungnahme des Bundesrates beim Bundestag eingebracht. Eine Verabschiedung des Gesetzes steht noch aus.

2) Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. 5. 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. EU Nr. L 141/27 vom 11. 6. 1993.

3) Für die folgenden Ausführungen wird von der in der Praxis deutlich überwiegenden Konstellation ausgegangen, dass ein geschlossener Fonds nach deutschem Recht als Personengesellschaft und dabei regelmäßig als GmbH & Co. KG aufgelegt wird. Üblicherweise ist eine Beteiligung der Anleger (direkt) als Kommanditist oder (mittelbar) als Treugeber eines KG-Anteils vorgesehen, wobei im letztgenannten Fall die Anleger der KG nicht beitreten, sondern sich vielmehr im Wege einer Innengesellschaft mit einem oder mehreren Treuhandkommanditisten oder einem stillen Treuhandgesellschafter „beteiligen“; vgl. hierzu *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, 4. Aufl. (2006), S. 6 ff., 17 ff.. Ferner finden sich auch Konstruktionen von geschlossenen Fonds in den Formen der BGB-Gesellschaft oder der OHG; vgl. hierzu auch *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. (2002), § 57 I 2 b, was für die vorliegende Untersuchung jedoch nicht entscheidend ist, da nach allen Konstruktionen die Anleger (zumindest indirekt) an einer Personengesellschaft beteiligt sind.

4) Vgl. nur die Stellungnahmen in der Börsen-Zeitung vom 1. 6. 2006, S. 5.

5) Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 14. 9. 2006). Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung vom 15. 11. 2006 (BT-Drucks. 16/4028 vom 16. 1. 2007) geht auf den Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen vom 14. 9. 2006 zurück. Der Wortlaut des Wertpapierbegriffes sowie die Gesetzesbegründung hierzu sind gegenüber dem Referentenentwurf unverändert geblieben; auch wurde der Wertpapierbegriff nicht in der Stellungnahme des Bundesrates, BR-Drucks. 833/06 vom 15. 12. 2006 sowie in der hierauf ergangenen Gegenäußerung der Bundesregierung vom 16. 1. 2007 (BT-Drucks. 16/4037) in Frage gestellt.

6) RegBegr. S. 5 f.

*) Dr. Thorsten Voß ist Regierungsrat z. A. in Frankfurt a. M. Der Beitrag gibt seine persönliche sowie private Auffassung wieder und stellt in keiner Weise eine amtliche Äußerung dar.

1) Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145/1 vom 30. 4. 2004. Zur Entstehung und zu den wesentlichen Inhalten vgl. etwa *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749 u. 1797; *Duve/Keller*, BB 2006, 2537; *Fleischer*, BKR 2006, 389.

Der folgende Beitrag untersucht unter besonderer Berücksichtigung der Vorgaben der MiFID einerseits sowie der Auffassung bzw. der Gestaltungsmöglichkeiten für den deutschen Gesetzgeber andererseits, ob Anteile an geschlossenen Fonds aufsichtsrechtlich als Wertpapiere einzuordnen sind.

II. Konsequenzen im Falle der Einordnung von Anteilen an geschlossenen Fonds unter den Wertpapierbegriff

Um die Bedeutung dieser Rechtsfrage nachvollziehen zu können, ist es zunächst wichtig, die im Falle der Anwendbarkeit des MiFID-Wertpapierbegriffes auf KG-Anteile in vielfacher Hinsicht möglichen aufsichtsrechtlichen Konsequenzen einleitend zu skizzieren⁷.

1. Bankaufsichtsrechtliche Aspekte

a) Bankgeschäfte nach Kreditwesengesetz (KWG)

In bankaufsichtsrechtlicher Hinsicht ist im Wesentlichen zu beachten, dass als Wertpapiere eingeordnete KG-Anteile als Finanzinstrumente i. S. d. § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG zu qualifizieren wären. Dies hätte zur Folge, dass im Einzelfall eingeschaltete Treuhänder, die für die Anleger KG-Anteile halten und diese im eigenen Namen und für Rechnung der jeweiligen Anleger erwerben, Erbringer eines Finanzkommissionsgeschäfts nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG sein könnten.⁸ Ist nach der Ausgestaltung des Treuhandvertrages die Verwahrung und Verwaltung der KG-Anteile durch den Treuhänder vorgesehen, erbringt ein Treuhänder möglicherweise das Depotgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG.

Die Vorschrift des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 KWG über das Garantiegeschäft könnte einschlägig sein, sofern ein Initiator eine Platzierungsgarantie übernimmt. Werden von der Fondsgesellschaft emittierte KG-Anteile (garantiert) von einem Initiator übernommen, um diese anschließend beim Publikum für eigenes Risiko zu platzieren, ist an das Emissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG zu denken. Sofern bei einem Fondsmodell Anlegern die Rückzahlung der geleisteten Einlagen versprochen oder garantiert wird, kann ein Einlagengeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG vorliegen.

Die Vertriebeinheiten für geschlossene Fonds würden möglicherweise erlaubnispflichtige Anlagevermittlungen nach § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 1 KWG und damit erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen erbringen⁹. Mit der MiFID wird außerdem auch die Anlageberatung erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung und in den Katalog des § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 1 KWG aufgenommen.

Der Initiator selbst wäre zudem aufgrund der Erbringung von Bankgeschäften möglicherweise als Kreditinstitut anzusehen.

Das gleiche Rechtsschicksal würden die Treuhänder erleiden. Zusätzlich hätten diese unter dem Regime der MiFID gesteigerte Verhaltenspflichten betreffend die Ausführung des Auftrags einzuhalten¹⁰.

Damit würden sämtliche an einer als GmbH & Co. KG konzipierten Fondsstruktur beteiligten Personen mit dem Bankaufsichtsrecht in Berührung kommen.

b) Konsequenzen der Ausübung von Bankgeschäften nach KWG

Bankgeschäfte und/oder Finanzdienstleistungen bedürfen einer Erlaubnis gem. § 32 KWG der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Für die Erteilung der Erlaubnis macht das KWG verschiedene Vorgaben z. B. zum Vorhalt angemessener Eigenmittel und Liquidität (§ 10 Abs. 1 Satz 1 KWG), zu ständigen Anteilseignerkontrollen (§ 24 KWG) sowie zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken sowie zur Bestimmung der

finanziellen Lage des Kreditinstituts (§ 25 a KWG)¹¹. Auch an die Personen der Geschäftsleitung bestehen besondere Anforderungen¹²; es obliegt der BaFin, die Geschäftsführer zu überprüfen und gegebenenfalls abzurufen (§ 36 KWG). Für den Erhalt einer Erlaubnis für Finanzkommissionsgeschäfte, Depotgeschäfte, Einlagengeschäfte und Kreditgeschäfte gelten zusätzliche Voraussetzungen wie z. B. der Nachweis eines bestimmten Mindest-Anfangskapitals und es gelten hier teilweise besondere Verhaltenspflichten und gesteigerte Organisationspflichten¹³.

Das KWG statuiert zudem verschiedene Anzeige- und Meldepflichten, die vor allem aus den §§ 24 ff. KWG folgen: Darunter fallen z. B. die Pflicht zur Vorlage von Monatsausweisen (§ 25 KWG), Mitteilungen über Eigenmittel und Liquidität (§ 26 a KWG) und die Vorlage eines Jahresabschlussberichtes (§ 24 KWG). Darüber hinaus bestehen auch Anzeigepflichten nach dem Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz sowie geldwäscherechtliche Anzeigepflichten. Kreditinstitute sind zudem zu Sicherungseinrichtungen verpflichtet, über die sie die Anleger zu informieren haben (§ 23 a KWG).

2. Wertpapieraufsichtsrechtliche Aspekte

a) Wertpapierhandelsrecht (WpHG)

Aber damit nicht genug: Auch das Wertpapieraufsichtsrecht würde die Branche vor zahlreiche Neuerungen stellen. So wären die einzelnen „Fondsgesellschaften“ (mithin die GmbH & Co. KGs) ggf. als Emittenten von Wertpapieren als Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 2 Abs. 4 WpHG anzusehen. Damit könnten u. U. insbesondere zahlreiche Verhaltens- und Meldepflichten insbesondere bzgl. der Bereiche Insiderinformationen (§§ 13 f. WpHG) und Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) sowie Geschäfte von Führungspersonen (directors dealings, § 15 a WpHG) einhergehen¹⁴. Zudem gelten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. §§ 31 ff. WpHG besondere Verhaltens- und Organisationspflichten.

7) Die folgenden Ausführungen gehen vom geltenden nationalen Recht unter Berücksichtigung der vorgesehenen Änderungen aufgrund des Entwurfes für das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz aus. Es ist nicht auszuschließen, dass die sich hieraus ergebenden, hier aufgeführten Konsequenzen insbesondere unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck im Falle der Anwendbarkeit des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID auf geschlossene Fonds (hierzu ausführlich unten III.) im Ergebnis abweichend ausgestaltet würden. Zu den Auswirkungen vgl. *Volhard/Wilkens*, DB 2006, 2051.

8) Zur Anwendbarkeit der MiFID auf das Finanzkommissionsgeschäft kritisch *Volhard/Wilkens*, DB 2006, 2051.

9) Die MiFID enthält in Erwägung (20) der Einführungsbestimmungen einen Auslegungshinweis. Die Anlage- und Abschlussvermittlung soll auch die Zusammenführung von Anlegern umfassen, durch die ein Geschäftsabschluss zwischen diesen Anlegern ermöglicht wird. Die bekannte Streitfrage, wie weit der Begriff der Anlagevermittlung zu verstehen ist, wird damit im Sinne der Aufsichtspflichtigkeit gelöst.

10) Zu beachten wären insbesondere die Grundsätze der anlage- und anlegergerechten Beratung sowie zur bestmöglichen Ausführung (best execution).

11) So dürfen z. B. Kreditausreichung und andere Risikoaktiva maximal das 12,5fache Eigenkapital betragen und Kredite an einen Einzelschuldner dürfen 25% des haftenden Eigenkapitals nicht überschreiten.

12) Etwa das Erfordernis von mindestens zwei zuverlässigen und fachlich geeigneten Geschäftsleitern mit in der Regel dreijähriger fachspezifischer Leitungserfahrung innerhalb einer Bank (§§ 2 c, 33 Abs. 2 KWG).

13) Für das Finanzkommissionsgeschäft und das Depotgeschäft ist ein Mindest-Anfangskapital in Höhe von 2,5 Mio. bzw. 5 Mio. Euro erforderlich.

14) Ausführlich hierzu statt aller *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl. (2006).

b) Wertpapierprospektrecht (WpPG)

Eine umfassende Umstellung könnte den Anbietern von geschlossenen Fonds im Hinblick auf das Verkaufsprospektrecht bevorstehen. So hat die Branche noch in jüngster Zeit die erstmalige Einführung einer Prospektspflicht für ihre Produkte nach § 8 f Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG)¹⁵ erlebt und in mühsamer Arbeit die damit einhergehenden Neuerungen und Umstellungen bei der Prospektierung von KG-Anteilen vorgenommen¹⁶. Die gewonnenen Erkenntnisse müssten ggf. in vielfältiger Hinsicht revidiert werden, da das öffentliche Angebot von KG-Anteilen bei einer Einordnung derselben als Wertpapiere in den Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) fallen könnte und nach diesem zu prospektieren wäre. Hier wird aber nicht nur eine formale Vollständigkeitsprüfung vorgenommen, der Prospekt wird auch auf Kohärenz geprüft (§ 13 Abs. 1 WpPG). Zudem würde vor dem Hintergrund, dass die Prospektspflicht für geschlossene Fonds mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom Gesetzgeber gerade erst bewusst abseits des WpPG eingeführt wurde, die Erstreckung der Wertpapierprospektspflicht auf KG-Anteile und andere Unternehmensbeteiligungen den Anwendungsbereich des VerkProspG massiv aushöhlen.

Festzustellen ist, dass der Gesetzgeber in der Begründung zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz zum Ausdruck gebracht hat, dass Anteile an Kommanditgesellschaften nicht als Wertpapiere einzuordnen sind und daher nicht unter die Wertpapierprospektspflicht fallen¹⁷. Die Ausklammerung von Kommanditanteilen erfolgte zu diesem Zeitpunkt schon nicht mehr unter Berücksichtigung des Wertpapierbegriffs der ISD, sondern bereits unter Zugrundelegung des um Personengesellschaftsanteile erweiterten Wertpapierbegriffs nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID. Dies stellt der Gesetzgeber klar, indem er sich ausdrücklich auf Art. 69 MiFID beruft, wonach Bezugnahmen auf Begriffsbestimmungen und Artikel der ISD als Bezugnahmen auf die entsprechenden Bestimmungen und Artikel der MiFID gelten¹⁸. Ob der Wertpapierbegriff der MiFID tatsächlich auch für die Beurteilung der Prospektspflicht nach dem WpPG u.U. einschlägig wäre, muss an dieser Stelle aus Raumgründen einer gesonderten Untersuchung vorbehalten bleiben.

3. Mögliche Konsequenzen für den Zweitmarkt für geschlossene Fonds

Zu den wesentlichen Neuerungen der MiFID gehört die Festlegung von Transparenzanforderungen an Handelsplattformen¹⁹. Handelsplattformen sind hierbei Börsen, multilaterale Handelssysteme und Internalisierungssysteme²⁰. Der Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds in der Form internetbasierter Plattformen²¹ könnte als ein multilaterales Handelssystem mit der Folge der BaFin-Beaufsichtigung anzusehen sein²². Multilaterale Handelssysteme (MTF = Multilateral Trading Facilities) sind Handelssysteme, die nicht den Regeln der Börsenmärkte unterliegen.

Denkbar wäre auch, dass sogar der Anwendungsbereich des durch die MiFID neu zu fassenden Börsengesetzes eröffnet sein würde. Nach dem Willen des Gesetzgebers besteht für den Betreiber einer MTF ein Wahlrecht, ob eine Plattform nach § 3 BörsG-E – als Börse unter Aufsicht der Börsenaufsichtsbehörde – oder als MTF – nach § 31 ff. WpHG-E unter Aufsicht der BaFin – betrieben werden soll²³. Für beide Fälle statuiert die MiFID umfangreiche Vorhandelstransparenzvorschriften (sog. Pre-Trade: Veröffentlichungspflicht in Bezug auf Geld- und Briefkurse sowie die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen), Nachhandelstransparenzanforderungen (Veröffentlichung im Hinblick von Preis, Handels-

volumen, Zeitpunkt der getätigten Geschäfte)²⁴ sowie umfangreiche Betreiberpflichten nach § 31 f WpHG-E / § 5 BörsG-E.

III. Der Wertpapierbegriff der MiFID

In kaum einem europäischen Land gibt es ein mit dem deutschen geschlossenen Fonds in rechtlicher Konzeption vergleichbares Anlageinstrument – namentlich der Ausgestaltung als Personengesellschaft. Bevor auf den deutschen Gesetzesentwurf eingegangen wird, gilt es zu untersuchen, ob nicht möglicherweise bereits auf der Ebene des europäischen Rechts eine eindeutige Antwort darauf zu finden ist, ob Anteile an geschlossenen Fonds als Wertpapiere anzusehen sind.

1. Wortlaut

Erster Ausgangspunkt für die Beurteilung dieser Frage ist der Wortlaut der MiFID. Nach Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID sind übertragbare Wertpapiere: „die Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, [...] wie Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate [...]“.

Festzuhalten ist, dass der europarechtliche Wertpapierbegriff durch die MiFID gegenüber der abgelösten ISD jedenfalls eine Ausdehnung erfahren hat. Während die ISD neben Aktien auch *Aktien gleichzustellende Wertpapiere* erfasste, werden nunmehr *Aktien und Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere* genannt. Unklar ist, ob mit dieser Erweiterung tatsächlich eine *inhaltliche* Ausweitung der europäischen Wertpapierdefinition stattgefunden hat, oder ob diese rein klarstellend zu verstehen ist. Zunächst lässt der Wortlaut darauf schließen, dass die Rechtsform des Rechtsträgers, auf den sich die Anteile beziehen, irrelevant ist. Geht man davon aus, dass nach dem derzeit geltenden, aus der ISD hervorgehenden Wertpapierbegriff unter die mit Aktien vergleichbaren Wertpapiere grundsätzlich auch Anteile an Kommanditgesellschaften fallen²⁵, sofern sie denn handelbar sind, so entspräche die Neufassung der Wertpapierdefini-

15) VerkProspG in der durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz geänderten Fassung vom 22. 6. 2005 (BGBl. I S. 1698).

16) Hierzu *Keunecke*, *Prospekte im Kapitalmarkt*, 1. Aufl. (2005), S. 165 ff.

17) Vgl. RegBegr. zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 3. 3. 2005, BT-Drucks. 15/4999, S. 28.

18) Vgl. RegBegr. zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 3. 3. 2005, BT-Drucks. 15/4999, S. 28.

19) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, RegBegr. S. 1.

20) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, RegBegr. S. 2.

21) In den vergangenen Jahren haben sich verschiedene internetbasierte Zweitmarktplattformen, auf denen Anteile an geschlossenen Fonds zum Verkauf angeboten werden, herausgebildet. Diese Zweitmarktplattformen werden teils von den Initiatoren geschlossener Fonds, teils von unabhängigen Anbietern betrieben. Beispiel für eine initiatorenunabhängige Zweitmarktplattform ist die Fondsbörse Deutschland (www.fondsboerse-deutschland.de). Anders als der Name den Anschein erweckt, handelt es sich nach derzeit geltendem Recht hierbei nicht um eine Börse im Sinne des Börsengesetzes.

22) §§ 31 ff. WpHG-E setzen Artikel 14 MiFID um und ersetzen die Vorschriften über börsenähnliche Einrichtungen nach § 59 BörsG, in dem der Betrieb solcher Plattformen partiell geregelt ist.

23) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, RegBegr. S. 70 f.

24) §§ 31 g WpHG-E / 31 BörsG-E.

25) *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fußn. 14), § 2 WpHG RdNr. 16.

tion nach der MiFID weniger einer inhaltlichen Erweiterung, als vielmehr einer Klarstellung und Präzisierung hinsichtlich der als Wertpapiere in Frage kommenden Rechtsformen. Es ist zumindest nicht gänzlich abwegig, den europäischen Wertpapierbegriff nach der ISD in diesem Sinne aufzufassen, da die neben Aktien u. a. nunmehr in der MiFID explizit genannten Anteile an Personengesellschaften dem Wortlaut zufolge nicht mehr mit diesen vergleichbar sein müssen.

Ob der MiFID-Wertpapierbegriff dennoch eine konkrete inhaltliche Erweiterung erfahren hat, kann allerdings nicht abschließend beantwortet werden. Die Gesetzgebungsmaterialien geben keinen Aufschluss über eine gesetzgeberische Intention hinsichtlich einer inhaltlichen Neufassung des Wertpapierbegriffs²⁶.

Unklar ist zudem, warum vom Wortlaut her „Anteile an Personengesellschaften gleichzustellende Wertpapiere“ vom MiFID-Wertpapierbegriff umfasst werden, Anteile an Personengesellschaften selber dagegen nicht. Anteile an Personengesellschaften werden bei der Aufzählung der „direkt“ betroffenen Papiere vor dem Komma nicht genannt („Aktien und andere“). So ließe die Formulierung etwa den Schluss zu, dass nur indirekte, d. h. über einen Treuhandkommanditisten gehaltene Beteiligungen, z. B. auch stille Beteiligungen, erfasst werden, während unmittelbare Beteiligungen an Personengesellschaften ausgenommen würden. Ob der europäische Gesetzgeber aber solch eine einschränkende Regelung im Sinn gehabt hatte, ist zweifelhaft.

Eine andere Auslegungsmöglichkeit läge in einem Erst-Recht-Schluss: Wenn schon die den Personengesellschaften gleichzustellenden Beteiligungen von dem neuen Wertpapierbegriff erfasst sein sollen, müsste dies „erst recht“ für die Anteile an den Personengesellschaften selbst gelten. Die Formulierung „wie Aktien und andere ...“ lässt den Schluss zu, dass die Rechtsform des Rechtsträgers nicht von Bedeutung, die Anwendung auf Anteile an Personengesellschaften selbstverständlich sein soll.

Nach alledem ergibt die Untersuchung des Wortlauts der europäischen Richtlinie nur, dass eine Einbeziehung der Anteile an geschlossenen Fonds unter den europarechtlichen Begriff der Wertpapiere jedenfalls nicht ausgeschlossen werden kann. Ist aber nach der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers ein genereller Ausschluss nicht angezeigt, so ist im Umkehrschluss eine Klassifizierung von KG-Anteilen als Wertpapiere, gegebenenfalls unter Wahrung bestimmter (bzw. zu bestimmender) Voraussetzungen zumindest möglich. Die insoweit offene Definition des europäischen Gesetzgebers lässt dem nationalen Gesetzgeber aufgrund ihres inhaltlich nicht abschließenden Charakters Raum für Einzelfallbetrachtungen und nicht zuletzt auch für zukünftige Entwicklungen, die im Rahmen von Gesetzesnovellierungen aufgefangen werden können.

2. Handelbarkeit und Vergleichbarkeit

Unabhängig von der Frage, ob Anteile an Personengesellschaften unmittelbar von dem Wortlaut des Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID erfasst sind, müssten Anteile an geschlossenen Fonds in jedem Fall „auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“. Wäre diese Voraussetzung zu verneinen, fände die MiFID ohnehin keine Anwendung.

a) Handelbarkeit

Der Begriff der Handelbarkeit oder auch Fungibilität ist gesetzlich nicht definiert. Der europäische Gesetzgeber konkretisiert weder im Gesetz noch bei den Ausführungen zur allgemeinen Zielsetzung der MiFID, wann ein Wertpapier auf dem Kapitalmarkt fungibel ist. Auch in der Vorgänger-Richtlinie, der ISD, finden sich hierzu keine Anhaltspunkte.

Eine Definition von Handelbarkeit findet sich lediglich in Artikel 35 des Entwurfes der Verordnung zur Durchführung der MiFID (DfVO-MiFID)²⁷, hier wird jedoch die freie Handelbarkeit gemäß Art. 40 Abs. 1 MiFID definiert und nicht die Handelbarkeit im Sinne des Wertpapierbegriffs nach Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID. Nach Artikel 35 Abs. 1 DfVO-MiFID sind übertragbare Wertpapiere dann frei handelbar, wenn sie zwischen den Parteien eines Geschäftes gehandelt werden und uneingeschränkt frei übertragen werden können und wenn alle Wertpapiere innerhalb der gleichen Kategorie wie das besagte Wertpapier fungibel sind. Da die DfVO aber in keiner Weise auf Art. 4 MiFID verweist, ist davon auszugehen, dass der Begriff der Handelbarkeit im Sinne des Wertpapierbegriffs mit dem der freien Handelbarkeit des Art. 40 MiFID nicht identisch ist. Die Definition ist daher nicht übertragbar. Aus der Handelbarkeit nach Art. 40 MiFID kann somit, unabhängig davon, ob diese hier tatsächlich überhaupt vorliegen würde, grundsätzlich nicht der Schluss gezogen werden, dass auch die Handelbarkeit nach Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID gegeben ist. Im Ergebnis kann dieser Anhaltspunkt keine Klarheit über das Kriterium der Handelbarkeit schaffen.

Das Committee of European Securities Regulators (CESR) hat sich mit dem Begriff der Handelbarkeit im Rahmen einer Stellungnahme, auf der ein wesentlicher Teil der DfVO fusst, befasst²⁸. Nach der Rechtsauffassung von CESR gehören zur Handelbarkeit drei Kriterien, damit ein Anteil i. S. v. Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID auf dem Kapitalmarkt handelbar ist.

Ein Anteil i. S. d. Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID ist nach Auffassung von CESR zum einen fungibel, wenn er ohne Restriktion zwischen den Parteien gehandelt werden kann. Restriktionen könnten sich aus den Gesellschaftsverträgen ergeben. CESR weist aber auch darauf hin, dass ein bloßes Zustimmungserfordernis als Verfügungsbeschränkung nicht ausreichend sei, die Handelbarkeit zu beseitigen, wenn dadurch keine Behinderung des Marktes erfolgt²⁹.

Zudem hält CESR es für Wertpapiere im Sinne des Art. 4 Nr. 18 lit. a) MiFID für erforderlich, dass eine ausreichende Anzahl von Anteilen von der Öffentlichkeit gehalten wird und eine ausreichend breite Streuung vorhanden ist, die einen brauchbaren Markt schaffen kann³⁰. Hiermit soll wohl die freie Handelbarkeit solcher Gesellschaftsanteile ausgeschlossen werden, bei denen die tatsächliche Handelbarkeit infolge der Verknappung des Angebots aufgrund der Vereinigung einer Vielzahl der Anteile in der Hand eines oder mehrerer Mehrheitsgesellschafter praktisch ausgeschlossen ist.

Ob diese Voraussetzungen auf den Zweitmärkten für Anteile an geschlossenen Fonds erfüllt sind, muss mangels näherer Bestimmbarkeit als zweifelhaft befunden werden. Obgleich die Zweitmarktaktivitäten in den vergangenen Jahren gesteigert wurden, wird man die Erfüllung der Kriterien im Hinblick auf die im Verhältnis

26) Vgl. EU-Kommission: Vorschlag für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ZBB 2002, 518 ff.

27) Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. 8. 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241/1 vom 2. 9. 2006.

28) CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, Ref.: CESR/05-290 b BOX 25, S. 84 ff.

29) CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, Ref.: CESR/05-290 b BOX 25, S. 84.

30) CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, Ref.: CESR/05-290 b BOX 25, S. 85.

zum Erstmarkt immer noch äußerst geringen Umsätze und die zunehmend durch institutionelle Ankäufer getätigten Zweitmarktaufkäufe wohl verneinen müssen³¹.

Die dritte Voraussetzung nach CESR ist, dass der Emittent („issuer“) eine gewisse Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte vorzuweisen hat³². Wer im Zusammenhang mit den Zweitmärkten für geschlossene Fonds als Emittent anzusehen wäre und nach welchen Kriterien eine Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte vorliegt, ist wiederum unklar.

Da die Stellungnahme von CESR insgesamt zu unspezifisch ist und einen zu weiten Deutungsspielraum belässt, vermag sie keine Antwort darauf zu geben, ob Anteile an Personengesellschaften als fungibel anzusehen sind. Gleichwohl stellt sie aber auch keine Vorgaben auf, die geschlossene Fonds eindeutig aus dem Anwendungsbereich der MiFID ausschließen würden.

b) Vergleichbarkeit

Dem Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID zufolge ist es nicht erforderlich, dass Anteile an Personengesellschaften über die Handelbarkeit hinaus eine Vergleichbarkeit mit Aktien aufweisen³³.

CESR hat in einer weiteren Stellungnahme im Rahmen einer Anfrage der europäischen Kommission zur Auslegung des Wertpapierbegriffs nach Art. 1 Abs. 8 der OGAW-Richtlinie³⁴ gleichwohl das Kriterium der Vergleichbarkeit herangezogen. Die Vergleichbarkeit wird vor dem Hintergrund des Wortlautes des Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID jedoch im Sinne einer Vergleichbarkeit des Merkmals der Handelbarkeit verstanden werden müssen. CESR hat in der Sache die Auffassung vertreten, Anteile an geschlossenen Fonds seien grundsätzlich dazu geeignet, als mit Aktien vergleichbar angesehen zu werden, räumt allerdings ein, dass die Einordnung letztlich eine Frage des Einzelfalles sei³⁵. Eine allgemeingültige, Rechtssicherheit schaffende Aussage für geschlossene Fonds findet sich also auch an dieser Stelle nicht, zumal nach Erwägungsgrund (3) die Wertpapierdefinition im Rahmen der OGAW-Richtlinie nur innerhalb dieser Richtlinie gelten und keine Ausstrahlungswirkung auf andere Definitionen haben soll³⁶.

Als Zwischenergebnis bleibt festzuhalten, dass der europäische Gesetzgeber keine eindeutige Antwort darauf gibt, ob Anteile an geschlossenen Fonds unter das Regime der MiFID fallen bzw. Wertpapiere sind. Der Wertpapierbegriff ist dynamisch, der Anwendungsbereich folglich offen ausgestaltet und die Einordnung eine Frage des Einzelfalles. Somit ist der Gestaltungsspielraum für den nationalen Gesetzgeber eröffnet.

IV. Der Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers

Es bleibt nun zu untersuchen, wie der dem deutschen Gesetzgeber bei der Auslegung des Wertpapierbegriffs i. S. d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID eingeräumte Gestaltungsspielraum sinnhaft genutzt werden kann.

1. Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung

Der deutsche Gesetzgeber hat sich wie folgt aufgestellt: Zunächst hatte die Parlamentarische Staatssekretärin Frau Dr. Hendricks mit Schreiben vom 21. 6. 2006³⁷ auf eine entsprechende Anfrage des MdB Schäffler (FDP) mitgeteilt, dass die Anwendbarkeit des MiFID-Wertpapierbegriffs auf geschlossene Fonds nach Auffassung des Bundesministeriums der Finanzen nicht gegeben sei³⁸. Dieser Auffassung folgt der durch die Bundesregierung am 15. 11. 2006 verabschiedete Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes³⁹. Dem im Koalitionsvertrag⁴⁰ niedergelegten Prinzip der

„1:1-Umsetzung“ folgend wird § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG hierin wie folgt gefasst: „Wertpapiere [...] sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, Gattungen von übertragbaren Wertpapieren [...], die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere 1. Aktien, 2. andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind [...]“⁴¹. In der Begründung heißt es hierzu, dass „entsprechend Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID eine Referenz zu Anteilen an Personengesellschaften aufgenommen wurde. 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 ISD in die MiFID übernommen. Eine Vergleichbarkeit mit Aktien bedeutet neben einer Verbriefung zumindest eine Verkörperung in einer Art und Weise, die die Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich macht. Eine Vergleichbarkeit ist bei einem Eigentumswechsel im Wege der Zession nicht gegeben. Anteile an geschlossenen Fonds gehören daher nicht zu diesen

31) Die Zweitmarktumsätze lagen im Jahr 2000 bei ca. 196 Mio. Euro, in 2006 bei ca. 612 Mio. Euro. Letztere Zahl entspricht gegenüber dem auf dem Erstmarkt eingesammelten Eigenkapital einem Anteil von lediglich 5,26%. Auffällig ist, dass die Anzahl der Anleger auf dem Zweitmarkt im Verhältnis zum Anstieg der Zweitmarktumsätze diametral zurückgegangen ist. Erwarben in 2005 noch 4651 Anleger Zweitmarktanteile, waren 2006 nur noch 3260 Anleger im Ankauf auf dem Zweitmarkt tätig. Im gleichen Zeitraum sind die Umsätze aber von 445 Mio. Euro (2005) auf besagte 612 Mio. Euro (2006) angestiegen, vgl. hierzu insgesamt *Loipfinger*, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2007. Die Verringerung der Anzahl der Anleger bei gleichzeitigem Anstieg der Umsätze spricht für einen zunehmenden Anteil professioneller Großaufkäufer und zumindest auf Erwerberseite gegen eine breite Streuung. Der Anteil institutioneller Ankäufer lag auf dem Zweitmarkt der Fondsbörse Deutschland in 2006 bei ca. 70% (Quelle: Fondsbörse Deutschland).

32) CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, Ref.: CESR/05-290 b BOX 25, S. 85.

33) Zur Voraussetzung der Vergleichbarkeit siehe oben III. 2.b), und IV. 2.c).

34) Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 1. 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen der OGAW, Abl. EU Nr. L 041 vom 13. 2. 2002.

35) CESR's Advice to the European Commission on Clarification of Definitions concerning Eligible assets for Investments of UCITS, Ref. CESR /06-005, dort RdNr. 38 ff.

36) Nach Art. 2 Abs. 1 lit. h) MiFID werden OGAW's zudem ausdrücklich vom Anwendungsbereich der MiFID ausgeschlossen.

37) Zit. nach www.vgff-online.de.

38) Diese Ansicht wurde zunächst damit begründet, dass Anteile an geschlossenen Fonds weder auf dem Kapitalmarkt handelbar noch mit Aktien vergleichbar seien. Darüber hinaus wurde ausgeführt, dass eine Einbeziehung von Anteilen an geschlossenen Fonds unter den Wertpapierbegriff „weitreichende Konsequenzen u. a. hinsichtlich des Pflichtenkatalogs des Wertpapierhandelsgesetzes, des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierprospektgesetzes hätte [...]“. Das letztgenannte Argument ist rein rechtspolitischer Natur und wäre dem deutschen Gesetzgeber verwehrt, wenn die MiFID zwingend eine entsprechende Erweiterung des Wertpapierbegriffs vornehmen würde.

39) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006. Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung vom 15. 11. 2006 geht auf den Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen vom 14. 9. 2006 zurück. Der Wortlaut des Wertpapierbegriffs sowie die Gesetzesbegründung hierzu sind gegenüber dem Referentenentwurf unverändert geblieben; vgl. Fußn. 1.

40) Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD vom 11. 11. 2005, S. 86.

41) Ebenso in § 1 Abs. 11 Satz 2 Nr. 2 KWG.

Anteilen, da es an der Vergleichbarkeit zu Aktien und der Standardisierung mangelt und sie in der Regel nicht geeignet sind, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden⁴².

Mit der zitierten Formulierung der Gesetzesbegründung hat der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass Anteile an geschlossenen Fonds seiner Auffassung nach nicht dem Wertpapierbegriff der MiFID unterfallen und infolgedessen auch keine Wertpapiere i. S. d. des WpHG bzw. des KWG sein sollen. Er hat damit den Gestaltungsspielraum genutzt, der sich dadurch eröffnet, dass es sich bei dem Terminus „auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können“ um einen unbestimmten Rechtsbegriff handelt. Auffällig ist, dass der nationale Gesetzgeber anders als der europäische Gesetzgeber weiterhin ausdrücklich auf die Vergleichbarkeit mit Aktien abstellt.

Im Folgenden sei darauf eingegangen, ob Anteile an geschlossenen Fonds schon nach derzeit geltendem nationalem Recht unter den Wertpapierbegriff fallen. Ferner soll überprüft werden, ob der Wertpapierbegriff des Entwurfes zum Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz sowie insbesondere die die Wertpapiereigenschaft von Anteilen geschlossener Fonds ablehnende Gesetzesbegründung hierzu von einer zutreffenden Rechtsauffassung ausgeht.

2. Anteile an geschlossenen Fonds als Wertpapiere

a) Handelbarkeit

Die Bestimmung der Wertpapiereigenschaft hängt sowohl nach geltendem nationalem Recht als auch nach dem MiFID-Umsetzungsentwurf weiterhin maßgeblich von der Annahme der Handelbarkeit eines Fondsanteils ab⁴³. Für die Handelbarkeit ist – grundsätzlich – erforderlich, dass die Papiere vertretbar (austauschbar, fungibel) und zirkulationsfähig sind⁴⁴. Die bloße Eignung zum Handel ist hierfür grundsätzlich ausreichend. Nicht erforderlich ist, dass die Anteile tatsächlich gehandelt werden. Gemäß dem Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen (BaKred; heute: BaFin) 17/99 „Zuordnung der Bestände und Geschäfte der Institute zum Handelsbuch und zum Anlagebuch (§ 1 Abs. 12 KWG, § 2 Abs. 11 KWG)“ vom 8. 12. 1999 soll in Einzelfällen allerdings von dem tatsächlich stattfindenden Handel als ein „Mehr“ gegenüber der bloßen theoretischen Möglichkeit eines Handels auf die Handelbarkeit geschlossen werden. In diesem Fall bräuchten die Kriterien Fungibilität und Zirkulationsfähigkeit als zweigeteilt festzustellende Unterkriterien der Handelbarkeit nicht geprüft zu werden⁴⁵.

Wann im Einzelnen ein solches „Mehr“ vorliegt, ist nicht ersichtlich. Es ist zumindest nicht fernliegend, hierfür das Kriterium der erzielten Umsätze heranzuziehen. Greift man die in dem Rundschreiben für den Anwendungsbereich des KWG getroffenen Aussagen auf und wendet sie auf den hier interessierenden Bereich an, so ist festzustellen, dass die Umsätze auf dem Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds in den vergangenen Jahren zwar zugenommen haben, jedoch nach wie vor als vergleichsweise minimal einzustufen sind⁴⁶. Auch im Übrigen weisen verschiedene Merkmale auf eine im Vergleich geringe Liquidität auf den Zweitmarkt für geschlossene Fonds hin⁴⁷. Der tatsächlich stattfindende Handel kann hier daher wohl kaum hinreichendes Indiz für das Vorliegen der Handelbarkeit sein⁴⁸.

aa) Vertretbarkeit

Vertretbar sind Wertpapiere, wenn jedes einzelne von ihnen gleichartige Rechte verkörpert, d.h. wenn die Papiere identisch ausgestaltet sind und sich nicht durch ausgeprägte Individualisierungsmerkmale abheben und so untereinander ohne weiteres ausgetauscht werden können⁴⁹. Dies ist der Fall, wenn sie wegen ihrer Vergleichbarkeit im Verkehr nach Art, Zahl oder Stück bestimmt werden können und deshalb innerhalb der Gattung in entsprechen-

der Anwendung des § 91 BGB vertretbar sind⁵⁰. Maßgebliches Kriterium der Vertretbarkeit ist daher die Standardisierung der Ausstattungsmerkmale⁵¹. Nur bei einer gattungsmäßigen Gleichartigkeit sind die Wertpapiere für den Handel geeignet, weil dort eine Prüfung der inhaltlichen Ausgestaltung des verkörperten Rechts durch die Marktteilnehmer vor jeder Transaktion praktisch nicht durchführbar wäre⁵².

42) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, RegBegr. S. 5 f.

43) In diesem Kontext ist es aus rechtshistorischer Sicht interessant zu sehen, dass es in der Vergangenheit verschiedene Anläufe gab, die Handelbarkeit von Gesellschaftsanteilen „herzustellen“. So stimmte etwa die wirtschaftsrechtliche Abteilung des 55. DJT 1984 mit 73:65:11 Stimmen dafür, dass GmbH-Gesellschafter so zu ändern, dass GmbH-Anteile handelbar gemacht werden können; vgl. Verhandlungen des 55. DJT, Abteilung Wirtschaftsrecht, II. 2. S. K 223. Weniger bekannt, wenn nicht womöglich schon dem Vergessen anheim gefallen ist der Umstand, dass zum Ende des 19. Jahrhunderts bis zum Ausbruch des 1. Weltkriegs sich ein Handel von GmbH-Anteilen mit beachtlichen Umsätzen an den Plätzen Berlin und Hamburg entwickelt hatte. *Claussen*, GmbH-Rundschau 1988, 417, 421 m. w. N., merkt hierzu an: „Dieser Handel entstand, wie jeder Markt entsteht, nämlich weil es hierfür ein Bedürfnis gab.“ Der Handel mit GmbH-Anteilen wurde durch findige Kautelarjurisprudenz ermöglicht: Nach der hierzu zugänglichen Literatur wurden von der GmbH ausgestellte Anteilscheine ausgegeben, als weitere Variante fand ein Transfer von Verfügungsrechten über Geschäftsanteile statt und schließlich wurde die Börsenhandelsfähigkeit von GmbH-Anteilen durch formlos erteilte Vollmachten hergestellt. Leider fehlt es – soweit ersichtlich – an einer umfassenden Aufarbeitung dieses Kapitels deutscher Gesellschaftsrechtsgeschichte. Bekannt ist nur soviel: Zwar litten alle eingesetzten Mechanismen zur Herstellung der Handelsfähigkeit von GmbH-Anteilen an einer Börse an rechtlichen Unklarheiten und damit einhergehend auch Risiken. Nicht von der Hand zu weisen ist jedoch, dass der Handel mit GmbH-Anteilen für eine gewisse Zeit mit wirtschaftlich nennenswertem Erfolg praktisch funktionierte.

44) *Ekkenga/Bernau*, in: *Derleder/Knops/Bamberger*, Handbuch zum Deutschen und Europäischen Bankrecht, 1. Aufl. (2003), § 49 RdNr. 4.

45) Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.1. Zu beachten ist jedoch, dass die in dem zitierten Rundschreiben getroffenen Aussagen sich spezifisch auf den Wertpapierbegriff nach dem KWG unter besonderer Berücksichtigung von dessen Regelungsgegenstand beziehen und daher nicht ohne weiteres verallgemeinert werden können.

46) Siehe oben Fußn. 31.

47) So wurden etwa bei der Fondsbörse Deutschland im Jahr 2005 lediglich 1000 Geschäftsabschlüsse mit Anteilen an 181 verschiedenen Fonds von 28 Emissionshäusern getätigt (Quelle: Fondsbörse Deutschland).

48) A. a. wohl *Schäfer* in: *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. (2006), § 2 WpHG RdNr. 9, der darauf hinweist, dass durch die Bestrebungen z. B. der Düsseldorfer Börse mit ihrem – mittlerweile eingestellten – System GEFOX oder der Hamburger Börse mit der Fondsbörse Deutschland eine hinreichende kapitalmarktmäßige Fungibilität entstehen würde.

49) *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fußn. 14), § 2 WpHG Rn. 10; *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, Abschn. 220, Lieferung 5/2006, S. 15; ausführlich *Ekkenga*, in: *Münchener Kommentar HGB, Effektengeschäft*, 1. Aufl. (2001), Band 5, RdNr. 12.

50) *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fußn. 14), § 2 WpHG RdNr. 10; ebenso für Wertpapiere i. S. d. § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.1; vgl. zur Vertretbarkeit im Sinne des § 91 BGB *Palandt/Heinrichs*, Bürgerliches Gesetzbuch, 65. Aufl. (2006), § 91 BGB RdNr. 1.

51) *Ekkenga*, in: *Münchener Kommentar HGB* (Fußn. 49), Effektengeschäft RdNr. 12.

52) *Kümpel*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechtshandbuch, 2. Aufl. (2001), Band 3, § 104 RdNr. 38.; *ders.* Kapitalmarktrecht (Fußn. 49), Abschn. 220; S. 15; ebenso für Wertpapiere i. S. d. § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.1.

Jeder Anteil an einem geschlossenen Fonds verkörpert als gesellschaftsrechtliche Beteiligung an einer Personengesellschaft eine Vielzahl von grundsätzlich gleichartigen Rechten und Pflichten. Insoweit läge der Schluß nicht gänzlich fern, sie als gleichartige, standardisierte und somit vertretbare Wertpapiere einzustufen.

Von Bedeutung ist aber, dass Anteile an geschlossenen Fonds anders als Aktien nicht nach ihrer Stückzahl bemessen werden. Vielmehr werden sie nach der Beteiligungshöhe bestimmt, die der Anleger – abgesehen von einer zumeist vorgesehenen Mindestzeichnungssumme – in der Regel individuell festlegen kann.

Aufgrund dessen kann die Höhe der einzelnen Beteiligungen divergieren, da der Anleger stets nur einen Gesellschaftsanteil hält. Damit lassen sich zwar Beteiligungen an geschlossenen Fonds zumindest wertmäßig bestimmen. Die wertmäßige Bestimmung der einzelnen Anteile kann gleichwohl höchst unterschiedlich ausfallen und führt in der Rechtswirklichkeit zu jeweils individuellen Beteiligungen.

Hinzu kommt, dass für jede von einem Anleger gehaltene Beteiligung verschiedene Konten wie etwa Kapitalkonten, Entnahmekonten oder Verlustvortragkonten geführt werden. Sogar bei gleicher Beteiligungshöhe können diese Konten aufgrund unterschiedlicher individueller Werbungskosten wie z. B. Anteilsfremdfinanzierungen sowie verschiedener Beteiligungszeitpunkte unterschiedliche Salden aufweisen.

Die wertmäßige Dynamik eines Fondsanteils äußert sich darüber hinaus durch verschiedene steuerliche Auswirkungen im Falle der Übertragung des Anteils. Zu nennen ist hierfür etwa die Möglichkeit des Wegfalls des anteiligen gewerbesteuerlichen Verlustvortrags. Bei einer Übertragung von mehr als 95% der Anteile fällt außerdem die Grunderwerbsteuer auf Ebene der Fondsgesellschaft an, § 1 Abs. 2 a GrEStG. Ferner kann der Übergang von Fondsanteilen je nach Wohnsitz des neuen Anteilseigentümers unterschiedliche steuerliche Auswirkungen zur Folge haben.

Infolge der unterschiedlichen Beteiligungshöhen und der vorherrschenden Dynamik in der wertmäßigen Bestimmung des einzelnen Fondsanteils ist zu bezweifeln, ob von einer hinreichenden Standardisierung und somit von der Vertretbarkeit von Beteiligungen an geschlossenen Fonds ausgegangen werden kann. Aus den genannten Gründen erfordert die Praxis regelmäßig ein gewisses Maß an Überprüfung der inhaltlichen Ausgestaltung des verkörperten Rechts durch die Marktteilnehmer vor der Anteilsübertragung.

bb) Zirkulationsfähigkeit

Was die Zirkulationsfähigkeit von Anteilen an Kommanditgesellschaften bzw. geschlossenen Fonds betrifft, so geht die bisher ganz h. M. davon aus, dass es an der erforderlichen Umlauffähigkeit fehlt⁵³. Vielfach sind die entsprechenden Äußerungen im Schrifttum apodiktisch, wenn nicht gar pauschal getroffen. Vor dem Hintergrund einer institutionellen Betrachtungsweise verdient der Terminus der Zirkulationsfähigkeit eine ausführlichere Reflexion. Allgemein ist die Umlauffähigkeit eines Anlageinstruments zu bejahen, wenn es „frei übertragbar“ ist.

(1) Bedeutung der zessionsrechtlichen Übertragung von Anteilen an Personengesellschaften

Anteile an Personengesellschaften werden – anders als Inhaberpapiere – und ähnlich wie Namensschuldverschreibungen oder Schuldscheindarlehen *ausschließlich* durch Abtretung gem. §§ 398, 413 BGB bzw. bei Übertragung der mittelbaren Beteiligung (Treugeberstellung) durch Vertragsübernahme analog §§ 414, 415 BGB übertragen⁵⁴. Eine sachenrechtliche Übertragung von Anteilen an Personengesellschaften nach den Grundsätzen der §§ 929 BGB ff. ist auf Grund fehlender Urkundeneigen-

schaft der gesellschaftsrechtlichen Verträge dagegen nicht möglich. Aus der allein zessionsrechtlichen Übertragbarkeit von Personengesellschaftsanteilen resultiert nach Auffassung des Gesetzgebers in der Begründung des Gesetzesentwurfs die Nichtanwendbarkeit der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb⁵⁵. Diese sei das ausschlaggebende Argument für die Verneinung der Wertpapiereigenschaft.

Dem kann grundsätzlich entgegengehalten werden, dass es nach dem kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff – auch in einer möglicherweise auf Personengesellschaftsanteile erweiterten Fassung – ausdrücklich nicht erforderlich ist, dass eine Urkunde ausgestellt wird⁵⁶. Auf die Anwendbarkeit der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb kann es damit im Grundsatz nicht ankommen.

Mit der nicht mehr erforderlichen Verbriefung kapitalmarkrechtlicher Wertpapiere wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der moderne Effektenhandel von einer zunehmenden „Entmaterialisierung“ von Kapitalwerten geprägt wird, was sich vor allem in der Rationalisierung des Depotgeschäfts und in der Girosammelverwahrung äußert⁵⁷. Eine Beschränkung auf die bloß urkundliche Übertragbarkeit würde demnach den praktischen Bedürfnissen eines reibungslosen Kapitalmarktes nicht gerecht werden.

Es kann allerdings kaum bezweifelt werden, dass bei solchen Rechten, die *ausschließlich* durch Abtretung übertragen werden, die Umlauffähigkeit zumindest vermindert ist, andersherum dass die wertpapiermäßige Verbriefung entsprechend den Marktbedürfnissen zu einer erheblichen Steigerung der Umlauffähigkeit führt⁵⁸. So können Anteile, die ausschließlich zessionsrechtlich übertragen werden können, anders als verbrieft Wertpapiere grundsätzlich nicht gutgläubig erworben werden. Ihre Übertragung erfordert den Nachweis einer Verfügungsberechtigung. Weiter läuft der Abtretungsempfänger Gefahr, durch den Schuldner des Abtretenden Einwendungen und Einreden entgegengehalten zu bekommen⁵⁹. Die Auffassung des Gesetzgebers verdient mithin insofern Zustimmung.

53) *Fülbier*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 2. Aufl. (2004), § 1 RdNr. 217; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. (2006), § 2 WpPG RdNr. 3; *Zerwas/Hanten*, ZBB 2000, 44, 45; *Lenenbach*, Kapitalmarkt und Börsenrecht, 1. Aufl. (2002), § 10 RdNr. 10.9; *Ritz*, in: Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 1. Aufl. (2001), § 1 VerkProspG, RdNr. 19; *Grundmann*, in: Ebenroth/Boujong/Jost, Handelsgesetzbuch, Band 2, 1. Aufl. (2001), § 2 WpHG RdNr. IV 4141 mit dem Hinweis, dass Kommanditanteile, die nicht massenweise gehandelt werden können, d. h. Papiere des „grauen Kapitalmarkts“, ausgeschlossen seien. Außerdem müsse der Übertragungsakt dem Erwerber mehr Sicherheit bieten als das Zessionsrecht (sog. Zirkulationsfähigkeit mit Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs und Abschneiden anderer als urkundlicher Einwendungen und Einreden). Die Wertpapiereigenschaft ablehnend auch schon die Bundesregierung zum Gesetzesentwurf des WpPG (BT-Drucks. 15/4999, S. 28), schon mit explizitem Bezug zum Wertpapierbegriff nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID.

54) Vgl. im Einzelnen *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36.

55) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, RegBegr. S. 5. Der Gesetzgeber sieht allerdings offenbar weniger die Umlauffähigkeit, als vielmehr die Vergleichbarkeit mit Anteilen an Aktiengesellschaften als nicht gegeben an, vgl. zur Vergleichbarkeit IV. 2 c).

56) Vgl. § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG, § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, § 2 Nr. 1 WpPG etc.

57) Zur Entmaterialisierung vgl. allgemein *Einsle*, WM 2001, 7.

58) *Kümpel*, Kapitalmarktrecht (Fußn. 49), Abschn. 220; S. 16 f.; nach RegBegr. zum Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999, S. 25, 28 ist die Fungibilität für den Fall, dass nur die Abtretung möglich ist, zu verneinen; so auch *Ritz*, in: Assmann/Lenz/Ritz (Fußn. 54), § 1 VerkProspG, RdNr. 14.

59) *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Fußn. 14), § 2 WpHG RdNr. 10; ausführlich hierzu *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, Abschn. 220; S. 16 f.

mung, als dass die Umlauffähigkeit als wenigstens eingeschränkt angesehen werden muss.

(2) Bedeutung der fondsgesellschaftsvertraglichen Ausgestaltung

Die abstrakte Betrachtung des Übertragungsaktes bei Anteilen an Personengesellschaften weist darauf hin, dass die Umlauffähigkeit von Anteilen an Personengesellschaften bzw. geschlossenen Fonds ganz grundsätzlich eingeschränkt sein kann. Ein abschließendes Ergebnis kann diese Betrachtungsweise jedoch nicht bieten. Hierzu ist vielmehr von Bedeutung, welche tatsächlichen und rechtlichen Hemmnisse bezüglich der Veräußerung von Gesellschaftsanteilen und insbesondere von Anteilen an geschlossenen Fonds im Einzelnen bestehen. Vor diesem Hintergrund spielen insbesondere die Eigenschaften und Ausstattungsmerkmale der fondsgesellschaftsvertraglichen Gestaltung eine Rolle. Der Gesetzgeber hat diesen Umstand in der Begründung des Gesetzesentwurfes bislang nicht explizit aufgegriffen, was annehmen lässt, dass er ihn für weniger bedeutend hält⁶⁰. Indem er allerdings davon spricht, „dass Anteile an geschlossenen Fonds [...] in der Regel nicht geeignet sind, am Kapitalmarkt gehandelt zu werden“, scheint er zumindest gesehen zu haben, dass die individuelle Ausgestaltung der Gesellschaftsverträge die Frage, ob Umlaufhindernisse vorliegen oder nicht, beeinflusst.

Es wird vertreten, dass die freie Veräußerbarkeit und damit die Umlauffähigkeit einer Forderung bzw. eines veräußerbaren Rechts nur dann von vornherein nicht gegeben sei, wenn die Abtretung durch Vereinbarung mit dem Schuldner ausgeschlossen, von der Zustimmung des Schuldners abhängig gemacht wurde oder aber ein gesetzliches Abtretungsverbot besteht⁶¹. Als Beispiel sei hier die vinkulierte Namensaktie nach § 68 Abs. 2 AktG zu nennen, die zwar als Orderpapier mittels Indossament übertragbar ist, jedoch nicht frei übertragen werden kann, da die Übertragung von der Zustimmung einer Aktiengesellschaft, erteilt durch den Vorstand, abhängt.

Dass die Anteilsübertragung unter den Vorbehalt der Zustimmung gestellt wird, entspricht auch den Grundsätzen zur Übertragung von Personengesellschaftsanteilen, die infolge des Wortlautes des § 719 Abs. 1 BGB lange Zeit umstritten war, mittlerweile aber nicht mehr angezweifelt wird⁶². Anerkanntermaßen erfordert die Anteilsübertragung zum Schutz der übrigen Gesellschafter einer Personengesellschaft grundsätzlich sogar die Zustimmung aller Gesellschafter⁶³.

In den Gesellschaftsverträgen der als GmbH & Co. KG ausgestalteten geschlossenen Fonds wird die Anteilsübertragung regelmäßig von der Zustimmung der Geschäftsführung bzw. der Komplementär-GmbH abhängig gemacht. Mit einem solchen Zustimmungsvorbehalt wird auch bei der Übertragung von Anteilen an geschlossenen Fonds regelmäßig ein Fehlen der freien Veräußerbarkeit zu indizieren sein. Soweit die Übertragbarkeit in den Gesellschaftsverträgen vollständig ausgeschlossen wird, ist sie gänzlich unzweifelhaft.

Neben dem Zustimmungsvorbehalt enthalten die Gesellschaftsverträge geschlossener Fonds bezüglich der Anteilsübertragbarkeit zumeist auch zeitliche Reglementierungen. So können die Anteile oftmals nur an bestimmten Stichtagen, z. B. zum Ende eines Geschäfts- oder Kalendervierteljahres aus verschiedenen steuerlichen Gründen sowie aus Kosten- und Praktikabilitätsgründen übertragen werden⁶⁴. Zu nennen sind hier nur beispielsweise die Vereinfachung der Berechnung von Ausschüttungen sowie der Erstellung von Abschichtungsbilanzen und Steuererklärungen.

Auch eine solche zeitliche Begrenzung muss als deutliche Einschränkung der freien Übertragbarkeit verstanden werden. Denn

diese kann nur dann gegeben sein, wenn die Anteile insbesondere zu jeder Zeit veräußert werden können.

Ferner wird die Wirksamkeit der Anteilsübertragung teilweise an den Zugang einer entsprechenden Mitteilung an die Komplementär-GmbH sowie an die Verpflichtung zur Übernahme eventueller gewerbesteuerlicher Nachteile geknüpft⁶⁵.

Die allgemein vorzufindenden Ausgestaltungen der Fondsgesellschaftsverträge weisen damit aus den genannten Gründen insgesamt auf deutliche Einschränkungen der Umlauffähigkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds hin, sei es durch vollständigen oder zeitlich befristeten Ausschluss (z. B. Übertragbarkeit erst nach fünf Jahren Laufzeit des Fonds) oder durch die Eingrenzung der jederzeitigen Veräußerbarkeit.

Freilich stellt sich die Frage, ob damit zumindest diejenigen Fondsanteile, deren Veräußerbarkeit keinerlei gesellschaftsvertragliche Beschränkungen entgegenstehen, im Gegenzug als umlauffähig einzustufen sind.

(3) Bedeutung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Übertragung von Personengesellschaftsanteilen

Hierzu bedarf es eines Blickes auf die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Personengesellschaften. Auch diese verdeutlichen aber, dass für die Übertragung insbesondere von Kommanditanteilen materielle und formelle Hindernisse in der Form zwingenden Rechts bestehen, die keiner Vertragsgestaltung zugänglich sind.

So haften gemäß §§ 160, 161 Abs. 2 HGB ausscheidende Kommanditisten über fünf Jahre für bis zum Austritt begründete Verbindlichkeiten der KG nach. Durch die Haftung des eintretenden Neukommanditisten nach § 173 HGB haften Alt- und Neukommanditisten damit bis zur Höhe der Haftsumme grundsätzlich nebeneinander⁶⁶. Dabei kann die Haftung des veräußernden Kommanditisten analog § 172 Abs. 4 HGB sogar wieder auflieben, nämlich dann, wenn er seine Hafteinlage vor Veräußerung seiner Beteiligung vollständig erbracht hatte⁶⁷. Vermeiden kann der Alt-Kommanditist die Nachhaftung allerdings dadurch, dass die Anteilsübertragung mit einem Rechtsnachfolgevermerk eingetragen wird⁶⁸. In der Praxis fehlt es teilweise an der Eintragung eines solchen für die Wirksamkeit der Übertragung nicht konstitutiven Rechtsfolgevermerks, mit der Folge, dass der veräußernde Kommanditist weiter bzw. wieder haftet. Nach einer gefestigten Praxis der Registergerichte wird die Eintragung des Rechtsnachfolgevermerks von einer (als solche nicht eintragungsfähigen) Versicherung der Beteiligten abhängig gemacht, dass dem ausscheidenden Kom-

60) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, Reg.Begr. S. 5 f.

61) So für Wertpapiere i.S.d. § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG das Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.1.c.

62) *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36; *K. Schmidt* (Fußn. 3), § 45 III 2; *Palandt/Sprau* (Fußn. 50), § 719 BGB RdNr. 2, 6.

63) *Palandt/Sprau* (Fußn. 51), § 719 BGB RdNr. 6. Die Zustimmungspflicht aller Gesellschafter entspricht der gesellschaftsvertraglichen Praxis bei geschlossenen Fonds, die in niederländische Immobilien investieren. Andernfalls würde der Fonds seine steuerrechtliche Anerkennung als transparente Gesellschaft nach holländischem Recht verlieren. „Niederlande-Fonds“ sind damit im praktischen Ergebnis grundsätzlich nicht umlauffähig und damit nicht handelbar.

64) *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36.

65) *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36.

66) *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36; BGH, Urteil v. 29. 6. 1981, BGHZ 81, 82, 85.

67) *Strohn*, in: *Ebenroth/Boujong/Joost*, Handelsgesetzbuch, Band 1, 1. Aufl. (2001), § 173 RdNr. 23 f.

68) *Lüdicke/Arndt* (Fußn. 3), S. 36 f.; OLG Oldenburg, Beschl. v. 7. 8. 1990, DB 1990, 1909; LG München, Beschl. v. 30. 7. 1990, DB 1990, 1814.

manditisten von Seiten der Gesellschaft keinerlei Abfindung für die von ihm aufgegebenen Rechte aus dem Gesellschaftsvermögen gewährt oder versprochen wird⁶⁹.

Die Nachhaftungsproblematik offenbart, dass der Umlauf von Personengesellschaftsanteilen auch gesetzlichen Hindernissen unterliegt. Diese treten auch an anderer Stelle zum Vorschein: Nach den §§ 1822 Nr. 3, 1643, 1908 i BGB unterliegt die in der Praxis nicht seltene Anteilsübertragung an Minderjährige dem Zustimmungsvorbehalt durch das Vormundschaftsgericht.

Auch in formeller Hinsicht werden an den Kommanditistenwechsel gesetzliche Anforderungen geknüpft. Nach den §§ 162 Abs. 1, 106 Abs. 2 HGB ist jeder hinzutretende Kommanditist im Handelsregister einzutragen einschließlich der Höhe der jeweiligen Einlage. Die Gesellschaftsverträge sehen hierzu in der Regel vor, dass der Neu-Kommanditist der Komplementär-GmbH oder ggf. dem Treuhandkommanditisten eine notariell beglaubigte Handelsregistervollmacht vorzulegen hat.

(4) Umlaufhindernisse in der Praxis

Weniger eine rechtliche oder faktische als eine gewissermaßen den praktischen Bedürfnissen geschuldete Einschränkung der Umlauffähigkeit bedingt insbesondere die steuerliche Transparenz von Beteiligungen an Personengesellschaften. So ist in steuerlicher Sicht beispielsweise zu beachten, dass ein erkennbar kurz nach Erwerb noch in der Verlustphase geplanter Verkauf der Fondsbeteiligung, insbesondere ein expliziter Hinweis im Verkaufsprospekt auf eine jederzeitige Veräußerbarkeit des Fondsanteils, schädlich sein kann, da die Finanzverwaltung in einem solchen Fall die steuerlich erforderliche Gewinnerzielungsabsicht verneinen und Liebhaberei annehmen könnte. Die Inanspruchnahme einer die rechtlichen und steuerlichen Umstände des Einzelnen berücksichtigende Beratung vor Verkauf einer Fondsbeteiligung wird daher grundsätzlich zu empfehlen sein und ist in der Praxis auch nicht unüblich.

Problematisch ist regelmäßig die Bewertung der zu veräußerten Fondsanteile. Anleger, die ihre Fondsbeteiligung verkaufen möchten, sind sich oftmals nicht darüber im Klaren, welchen Preis sie verlangen bzw. erzielen können. Auch hierfür bietet sich in der Praxis eine Beratung im Vorfeld an⁷⁰.

(5) Zwischenergebnis Zirkulationsfähigkeit

Aufgrund der Nichtanwendbarkeit der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb bei der zessionsrechtlichen Übertragung von Personengesellschaftsanteilen ist die Zirkulationsfähigkeit erheblich eingeschränkt. Eine lediglich abstrakte Betrachtungsweise kann allerdings nicht abschließend darüber Aufschluss geben, ob Anteile an geschlossenen Fonds „frei“ übertragbar sind. Dies vor allem vor dem Hintergrund, dass die Ausgestaltung der einzelnen Fonds-Gesellschaftsverträge regelmäßig divergiert. In der überwiegenden Mehrheit der Gesellschaftsverträge geschlossener Fonds finden sich Bestimmungen, durch die die freie Übertragbarkeit auch praktisch, wenn nicht ausgeschlossen, so doch zumindest beschränkt wird.

Soweit die gesellschaftsvertragliche Ausgestaltung im konkreten Einzelfall keine Restriktionen aufweist und damit die Übertragbarkeit der Fondsanteile zumindest erleichtert wird, wird man dadurch nicht auf die grundsätzliche Umlauffähigkeit der „Anlageklasse“ Kommanditanteile schließen können. Denn eine solch pauschale Ansatzweise würde zu erheblicher Rechtsunsicherheit in der Praxis führen. So würde dies in der Konsequenz bedeuten, dass man nur im Einzelfall entscheiden könnte, ob die Zirkulationsfähigkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds gegeben ist.

Aus einer Reihe von gesetzlichen Rahmenbestimmungen, wie etwa die Nachhaftung des Altkommanditisten nach §§ 160, 161 Abs. 2 HGB geht ferner hervor, dass der Übertragung von KG-Anteilen verschiedene gesetzliche Einschränkungen gegenüberstehen.

Der in der Praxis regelmäßig hohe Beratungsbedarf im Falle einer Anteilsveräußerung spricht grundsätzlich gegen den hindernisfreien, reibungslosen Umlauf von Fondsanteilen und damit gegen deren Zirkulationsfähigkeit.

b) Auf einem Markt / auf den Finanzmärkten

Nach der bisherigen Wertpapierdefinition der §§ 2 Abs. 1 WpHG, 1 Abs. 11 S. 2 KWG ist es erforderlich, dass die Wertpapiere *auf einem Markt* gehandelt werden können. „Markt“ bedeutet Kapitalmarkt im Sinne des Art. 1 Abs. 4 der ISD, wobei unerheblich ist, ob dieser Markt staatlich reguliert (organisiert) ist oder nicht⁷¹. Der Begriff des Kapitalmarktes bezeichnet einen für Kapitalanlagen eingerichteten Zirkulationsmarkt. In diesem Sinne sind zweifelsohne auch die Zweitmärkte für geschlossene Fonds Bestandteil des Kapitalmarktes. Sofern der Entwurf zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz⁷² in § 2 Abs. 1 WpHG-E⁷³ nunmehr die Handelbarkeit von Wertpapieren *auf den Finanzmärkten* voraussetzt, so wirkt sich diese begriffliche Änderung nicht aus, ist doch der Kapitalmarkt als Teil des Oberbegriffes Finanzmarkt zu verstehen⁷⁴.

...

c) Vergleichbarkeit mit Aktien

Nach den derzeit noch einschlägigen §§ 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, 1 Abs. 11 Nr. 2 KWG müssten Anteile an geschlossenen Fonds mit Aktien vergleichbar sein. Im Schrifttum wurde mitunter die Auffassung vertreten, dass Wertpapiere jedenfalls grundsätzlich dann mit Aktien vergleichbar sind, wenn sie ein Mitgliedschaftsrecht verkörpern⁷⁵. Unerheblich ist in diesem Zusammenhang, in welcher Rechtsform die Gesellschaft besteht, solange die Gesellschaftsanteile verbandsrechtliche Rechte verkörpern. Geschäftsanteile an einer GmbH oder einer KG können danach, da auch diese Beteiligungsformen Mitgliedschaftsrechte begründen⁷⁶, rein terminologisch grundsätzlich mit Aktien vergleichbare Wertpapiere sein.

Im Ergebnis hat der Gesetzgeber die Vergleichbarkeit von GmbH-Anteilen und Kommanditanteilen mit Aktien oder Anteilen an Gesellschaften oder juristischen Personen bislang allerdings stets abgelehnt, da es ihnen an der Fungibilität fehle⁷⁷. Diese Auffassung ist, wie im Rahmen der Prüfung der Handelbarkeit

69) Lüdicke/Arndt (Fußn. 3), S. 36 f.; BGH, Urt. v. 29. 6. 1981, BGHZ 81, 82, 86.

70) Die Deutsche Zweitmarkt AG bietet veräußerungswilligen Anlegern eine Vorabberatung an (vgl. www.deutsche-zweitmarkt.de); die Deutsche Sekundärmarkt GmbH hat für ihre Zweitmarktplattform einen Fondsrechner entwickelt, der den Wert auf Basis der tatsächlichen wirtschaftlichen Daten der jeweiligen Schiffsbeteiligung und der jeweils persönlichen Annahmen über den künftigen Verlauf ermittelt (vgl. www.sekundaermarkt.de).

71) So für Wertpapiere i. S. d. § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG das Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.1.

72) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006.

73) § 1 Abs. 11 S. 2 KWG-E spricht von „... auf den Kapitalmärkten“.

74) Ausführlich hierzu Kümpel, Kapitalmarktrecht, (Fußn. 50), Abschn. 050, RdNr. 91 ff.

75) Assmann, in: Assmann/Schneider (Fußn. 14), § 2 WpHG, RdNr. 16; ebenso 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, Reg.Begr. 39; ebenso Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999, Reg.Begr. S. 28; Rundschreiben des BaKred 17/99 vom 8. 12. 1999, I 3 – 1119 – 3/98, Anhang, Tz. 1.3.

76) Assmann, in: Assmann/Schneider (Fußn. 14), § 2 WpHG, RdNr. 16.

77) Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999, Reg.Begr. S. 28.

festgestellt, zutreffend. Es bleibt festzustellen, dass der Gesetzgeber an das Kriterium der Vergleichbarkeit offenbar keine über die Verkörperung eines Mitgliedschaftsrechtes und insbesondere die Handelbarkeit hinausgehenden Anforderungen gestellt hat. Denn die genannte fehlende Fungibilität ist bereits Bestandteil der Prüfung der Handelbarkeit.

Würde man darüber hinaus gehende, gesonderte Anforderungen an die Auslegung des Merkmals Vergleichbarkeit stellen, so wäre etwa zu prüfen, ob die Anteile der anderen Gesellschaftsformen, hier Personengesellschaften, auch hinsichtlich der typischen Struktur einer Aktiengesellschaft mit Anteilen dieser vergleichbar wären. Denkbar wäre auch eine Gegenüberstellung der sonstigen gesetzlichen Rahmenbedingungen, etwa der jeweiligen Ausgestaltung der Prospektspflicht.

Dass eine solche erweiterte Prüfung der Vergleichbarkeit für Anteile an Personengesellschaften weiterhin erforderlich ist, kann insbesondere angesichts des Wortlauts des Art 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID jedoch nicht angenommen werden⁷⁸.

Insofern der Gesetzgeber in §§ 2 Abs. 1 WpHG-E, 1 Abs. 11 KWG-E dennoch die grundsätzliche Vergleichbarkeit auch von Personengesellschaftsanteilen mit Aktien voraussetzt, so scheint er damit nicht zum Ausdruck bringen zu wollen, dass an die Vergleichbarkeit nunmehr erweiterte Anforderungen im genannten Sinne zu stellen sind. So hebt er in der Gesetzesbegründung zu § 2 Abs. 1 WpHG-E zwar insbesondere die mangelnde Vergleichbarkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds mit Aktien hervor. Er begründet diese jedoch damit, dass die Verkörperung in einer Art und Weise vorauszusetzen sei, die die Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich macht, welche beim zessionsrechtlichen Eigentumswechsel von Anteilen an geschlossenen Fonds nicht gegeben sei⁷⁹.

Damit stützt der Gesetzgeber die mangelnde Vergleichbarkeit wiederum auf ein bereits für die Frage der Umlauffähigkeit maßgebliches Kriterium. Gesonderte bzw. erweiterte Anforderungen knüpft er dagegen nicht an die Vergleichbarkeit.

V. Zusammenfassung

Die Auslegung des europäischen Wertpapierbegriffs aus Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID gibt keine abschließende Antwort darü-

ber, ob Anteile an geschlossenen Fonds Wertpapiere sein sollen. Mit der Aufnahme von Personengesellschaftsanteilen scheint der europäische Gesetzgeber gegenüber dem Wertpapierbegriff der ISD lediglich eine klarstellende Präzisierung vorgenommen zu haben.

Für die Frage der Wertpapiereigenschaft von Anteilen an geschlossenen Fonds kam es demzufolge auch schon vor Verabschiedung der MiFID in erster Linie auf das Vorliegen der Handelbarkeit an. Wann die Handelbarkeit vorliegt und ob diese bei Anteilen an geschlossenen Fonds auf europäischer Ebene gegeben ist, kann mangels hinreichender Konkretisierbarkeit des Handelbarkeitsbegriffs nicht festgestellt werden. Dem nationalen Gesetzgeber steht damit im Rahmen der Umsetzung der MiFID ein gewisser Gestaltungsspielraum zu. Mit Verabschiedung des Umsetzungsentwurfs hat er zum Ausdruck gebracht, dass Anteile an geschlossenen Fonds auch mit der Neufassung des Wertpapierbegriffs durch die MiFID seiner Auffassung nach nicht als Wertpapiere einzuordnen sind. Initiatoren, Treuhänder und Vertriebe geschlossener Fonds sind damit von den Vorschriften insbesondere des KWG und des WpHG und den aus der Anwendbarkeit resultierenden, zum Teil erheblichen Konsequenzen nicht betroffen.

Die Rechtsauslegung des nationalen Gesetzgebers verdient Zustimmung. Den als Kommanditbeteiligungen ausgestalteten Fondsanteilen fehlt es an der für die Handelbarkeit vorauszusetzenden Vertretbarkeit und Zirkulationsfähigkeit. Schon die Vertretbarkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds muss infolge ihrer regelmäßig individuell divergierenden wertmäßigen Bestimmbarkeit angezweifelt werden. Der Gesetzgeber hat zutreffend festgestellt, dass die ausschließlich zessionsrechtlich übertragbaren Personengesellschaftsanteile mangels Anwendbarkeit der Gutgläubensvorschriften in ihrer Zirkulationsfähigkeit beschränkt werden. Vor allem mangelt es ihnen aber auf Grund der zahlreichen praktischen und rechtlichen Umlaufhemmnisse an der freien Übertragbarkeit. Diese aber ist für ein reibungsloses Funktionieren der Kapitalmärkte unerlässlich.

78) Vgl. hierzu oben die Ausführungen zur Vergleichbarkeit im Rahmen des Wertpapierbegriffs nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) unter III.

79) Entwurf eines Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. 9. 2006, Reg.Begr. S. 5.

Diplomkauffrau Dr. iur. Sorika Pluskat (LL. M. Eur.), Düsseldorf*

„Das kalte Delisting“

Der Börsenrückzug (als Gegenstück zum Börsengang), der sich auf verschiedenen Wegen technisch realisieren lässt, ist seit einigen Jahren als reale Handlungsalternative immer stärker in den Mittelpunkt des Interesses von börsennotierten Unternehmen gerückt. Die Grundsätze des regulären Delisting (vgl. § 38 Abs. 4 BörsG) sind weitgehend durch die Rechtsprechung des BGH festgesteckt. Die einzelnen Fälle des kalten Delisting werden dagegen uneinheitlich behandelt. Der folgende Beitrag beschäftigt sich mit den noch unentschiedenen Fällen des kalten Delisting im Lichte der neuen zivilgerichtlichen Rechtsprechung.

1. Einleitung

Nach der Macrotron-Entscheidung des BGH zum *regulären Delisting*, also zum Börsenrückzug auf Antrag des Emittenten (vgl. § 38 Abs. 4 BörsG i. V. m. BörsO)¹, stellt sich die Frage, wie die Fälle des *kalten Delisting* zu behandeln sind, insbesondere welche gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen das kalte Delisting hat, insbesondere ob und, wenn ja, in welcher Art und Weise das kalte Delisting ein Barabfindungsangebot erfordert.

*) Die Autorin ist Rechtsanwältin/Steuerberaterin bei White & Case LLP, Düsseldorf.

1) Vgl. § 58 FWBörsO i. d. F. vom 16. 10. 2006 zum Widerruf auf Antrag des Emittenten. Die FWBörsO ist erhältlich auf www.deutsche-boerse.com unter Listing/Being Public/Regularien.