



Bundesverband Deutscher
Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
z. H. Herrn Vorsitzenden
Dr. Volker Wissing, MdB
Deutscher Bundestag
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Vorab per E-Mail an:
finanzausschuss@bundestag.de

Berlin, 30.06.2011

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der
Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur
Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und
Vermögensanlagenrechts“, BT-Drucksache 17/6051**

Sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

wir danken Ihnen für die Einladung zur Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum oben genannten Gesetzentwurf. Wir möchten die Gelegenheit nutzen, Ihnen vorab unsere Stellungnahme zu dem Entwurf mitzuteilen.

Der vorliegende Gesetzentwurf strebt eine Stärkung des Anlegerschutzes im Bereich der Vermögensanlagen an. Im Vordergrund steht die stärkere Regulierung des Vertriebs. Die zwei wichtigsten Maßnahmen sind dabei die Ausdehnung der gesetzlichen Beratungspflichten für den Wertpapiervertrieb (sog. MiFID-Standard, in Deutschland im Wertpapierhandelsgesetz – WpHG – geregelt) auf den Vertrieb von Vermögensanlagen und strengere Zulassungsregeln für Finanzanlagenvermittler nach der Gewerbeordnung. Daneben wird das bisherige Verkaufsprospektgesetz in überarbeiteter Form als Vermögensanlagenengesetz neu gefasst und es werden die Mindestangaben in Verkaufsprospekten für Vermögensanlagen überarbeitet und erweitert.

Bundesverband Deutscher
Kapitalbeteiligungsgesellschaften –
German Private Equity and Venture
Capital Association e.V. (BVK)

Residenz am Deutschen Theater
Reinhardtstraße 27 c
10117 Berlin
Telefon +49 30 306982-0
Telefax +49 30 306982-20
E-Mail bvk@bvkap.de
www.bvkap.de
www.wir-investieren.de

Deutsche Bank 24
Konto 012 125 100, BLZ 100 700 24
Commerzbank AG
Konto 0 930 110 000, BLZ 100 800 00

Sitz / Vereinsregister
Berlin, Amtsgericht
Charlottenburg 9378 NZ

Geschäftsführerin:
Dörte Höppner

Der BVK steht diesen Änderungen, soweit sie dem Schutz von Privatanlegern dienen, aufgeschlossen gegenüber.

Wir möchten daher unsere schriftliche Stellungnahme zur Vorbereitung der öffentlichen Anhörung am 6. Juli 2011 auf einen u.E. nach bisher zu wenig beachteten Aspekt beschränken, nämlich die Erörterung der Frage, ob, und wenn "ja", in welchem Umfang, auch auf geschlossenen *Fonds im institutionellen Segment* die im Novellierungsgesetz vorgesehenen Änderungen des WpHG und des Kreditgesetzes – KWG – anzuwenden sind. Hier hat der Entwurf des Novellierungsgesetzes vom 6. Juni 2011 gegenüber dem Entwurf von Mai 2010 zu erheblicher Rechtsunsicherheit geführt.

Der Grund liegt darin, dass vom Anwendungsbereich des Novellierungsgesetzes nach seiner Zielsetzung und den wesentlichen Regelungsinhalten nur bestimmte Angebote von Fonds an Privatanleger, für die eine Prospektspflicht besteht, erfasst werden, der Anwendungsbereich rechtstechnisch aber bestimmt wird durch neue Begrifflichkeiten, bei deren Definition die Unterscheidung zwischen Fonds für Privatanlegern, für die eine Prospektspflicht besteht, und Fonds im institutionellen Segment nicht berücksichtigt wurde.

Das führt zu einem im Novellierungsgesetz zu systematischen Friktionen und Wertungswidersprüchen, die so offensichtlich sind, dass die Ausnahme des institutionellen Segments vom Anwendungsbereich eigentlich auf der Hand liegt. Zum anderen ergeben sich für Fonds im institutionellen Segment bei Einbeziehung in den Anwendungsbereich praktisch kaum mehr lösbare Konkurrenzprobleme zwischen den durch das Novellierungsgesetz für relevant erklärten Bestimmungen der nationalen Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie, von denen die Manager von Fonds im institutionellen Segment erfasst werden.

1. Bestimmung des Anwendungsbereichs über "Begrifflichkeiten"

Der zentrale Begriff zur Bestimmung des Anwendungsbereichs des Novellierungsgesetzes ist der der **Vermögensanlagen**. Dazu zählen gemäß der Begriffsdefinition in § 1 Abs. 2 Nr. 3 VermAnlG - E **Anteile an geschlossenen Fonds**. In der Begriffsdefinition wird nicht differenziert zwi-

schen Fonds für Privatanleger und Fonds im institutionellen Segment.

a) VermAnlG – E

Grundsätzlich gilt das VermAnlG – E für Vermögensanlagen, also auch für Anteile an geschlossenen Fonds, die im Inland öffentlich angeboten werden. Auf der Rechtsfolgenseite führt dies in den §§ 6 bis 26 zur Prospektpflicht mit allen relevanten Bestimmungen sowie zu bestimmten Pflichten bei der Rechnungslegung und Prüfung. Die Rechtsfolgenseite der §§ 6 bis 26 VermAnlG – E gilt aber nicht für die Arten von Vermögensanlagen, die in § 2 VermAnlG – E aufgeführt sind.

Vereinfacht ausgedrückt werden gemäß § 2 u.a. Fonds im institutionellen Segment vom Anwendungsbereich des VermAnlG – E wieder ausgenommen. Das steht dort zwar nicht ausdrücklich, aber gemäß § 2 Nr. 3 lit. c) VermAnlG – E sind u.a. Angebote ausgenommen, bei denen der Preis jedes angebotenen Anteils mindestens € 200.000 je Anleger beträgt. Für das VermAnlG – E ist also hinreichend deutlich, dass nur Fonds für Privatanleger erfasst werden.

Die faktische Herausnahme der Fonds im institutionellen Segment aus dem Anwendungsbereich des VermAnlG bedeutet natürlich nicht, dass keine Regulierung hinsichtlich der Regelungsinhalte des VermAnlG für das institutionelle Segment besteht. Sie ist in der europäischen AIFM-Richtlinie enthalten, die jetzt zur Umsetzung in nationales Recht ansteht.

b) WpHG, KWG

Der Anwendungsbereich dieser Gesetze soll nach dem Novellierungsgesetz ausgeweitet werden:

WpHG und KWG gelten für "Finanzinstrumente". Die heute gültige Definition dieses Begriffs in den beiden Gesetzen soll nach dem Novellierungsgesetz erweitert werden. In § 2 Abs. 2b WpHG – E bzw. § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG – E ist vorgesehen, dass zu Finanzinstrumenten künftig "Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG" zählen. Anteile an geschlossenen Fonds sind also künftig Finanzinstrumente, und zwar unabhängig davon, ob es sich um Fonds für Privatanleger, für die eine Prospektpflicht besteht, oder im institutionellen Segment handelt. Letztere werden aus dem Anwendungsbereich des VermAnlG über § 2 VermAnlG – E ausgenommen. Auf diese Bestimmung verweisen aber die neuen Bestimmun-

gen des § 2 Abs. 2b WpHG bzw. des § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG – E gerade eben nicht.

2. Wertungswidersprüche

Die pauschale, generelle Anwendung der Bestimmungen des WpHG bzw. KWG in denen Finanzinstrumente geregelt sind, auf sämtliche Anteile an geschlossenen Fonds entspricht ersichtlich nicht der Intention des Gesetzgebers.

Dazu bedient sich das Novellierungsgesetz der Technik, dass bei den Bestimmungen zu Finanzinstrumenten im WpHG bzw. KWG, die auf bestimmte Vermögensanlagen einfach nicht passen bzw. keinen Sinn machen etc., punktuell wieder Rückausnahmen im WpHG – E bzw. KWG – E vorgesehen sind.

Eine letztendlich "differenzierte" und "sachangemessene" Bestimmung des Anwendungsbereichs des WpHG bzw. KWG auf Vermögensanlagen – einschließlich Anteile an geschlossenen Fonds – ist im Grundsatz anerkennenswert. Aber die dazu gewählte Rechtstechnik im Entwurf des Novellierungsgesetzes vom 6. Juni 2011 hat u.E. erhebliche Mängel. Um es plastisch zu verdeutlichen:

WpHG und KWG enthalten Regelungen zu Komplexen, die nur mit Schuhwerk "Größe 56" erschlossen werden können. Dem trägt die Begrifflichkeit "Finanzinstrumente" Rechnung. Die Regelungsinhalte des Novellierungsgesetzes betreffen unbestritten nur Teilbereiche aus dem WpHG bzw. KWG. Sie müssen selbstverständlich erschlossen werden. Mit der Einbeziehung der Vermögensanlagen in die Begriffsdefinition der Finanzinstrumente sieht der Gesetzgeber zur Erschließung der relevanten Teilbereiche ebenfalls Schuhwerk "Größe 56" vor. Diese Schuhgröße ist unbestritten zu groß; also muss sie punktuell auf das richtige Maß verkleinert werden. Das Risiko, dass dabei "Flickschusterei" unterläuft, liegt auf der Hand.

Nachstehend sind exemplarisch einige Wertwidersprüche aufgezeigt, die so offensichtlich sind, dass ihre Lösung auf der Hand liegen müsste. Das Anliegen des BVK dazu lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Im Entwurf des Novellierungsgesetzes vom Mai 2010 wurde der Begriff "Finanzinstrumente" lediglich um diejenigen Vermögensanlagen erweitert, für die nach § 8 f des (aufzuhebenden) Verkaufsprospektgesetzes Prospektpflicht besteht. In der

Systematik des VermAnIG – E wäre der Begriff "Finanzinstrumente" zu ergänzen um die "Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnIG – E AUSGENOMMEN DERJENIGEN, DIE IN § 2 VERMANLG GENANNT SIND". Da für Fonds im institutionellen Segment die AIFM-Richtlinie gilt, käme alternativ in Betracht, diejenigen Vermögensanlagen von der Begriffsdefinition "Finanzinstrumente" auszunehmen, die von Managern ausgegeben werden, auf die die nationale Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie Anwendung findet.

Nachstehend nun exemplarisch einige Wertungswidersprüche.

a) § 2a Abs. 7 WpHG – E

Wegen der Einbeziehung aller Vermögensanlagen in den Finanzinstrumentebegriff müssen grundsätzlich auch bei Anlageberatung und Vermittlung von Vermögensanlagen die Verhalten- und Organisationspflichten des WpHG beachtet werden. § 2 Abs. 7 WpHG – E enthält davon eine Ausnahme für sog. freie Vermittler von solchen Vermögensanlagen, "die nach dem VermAnIG öffentlich vertrieben werden dürfen".

Die Vertriebsvorschriften des VermAnIG – E gelten aber nicht für Fonds im institutionellen Segment, § 2 VermAnIG – E, sondern nur für Fonds für Privatanleger.

Die Gesetztechnik bewirkt gemäß Wortlaut, dass für öffentlichen Vertrieb gegenüber Privatanlegern die gegenüber dem WpHG geminderten Anforderungen des VermAnIG – E gelten, wogegen für Fonds im institutionellen Segment, die sich nur an einen begrenzten Personenkreis richten, die "schärferen" WpHG-Bestimmungen gelten. Nach der Gesetztechnik sind also institutionelle Anleger (Versicherungen, Pensionskassen, etc.) schutzbedürftiger als Privatanleger. Das ist wohl kaum wertungsgerecht!

b) § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG – E

Vermittler von Finanzinstrumenten brauchen eine BaFin-Genehmigung gemäß § 32 KWG. Gemäß § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG – E gilt das für sog. freie Vermittler von Vermögensanlagen, die nach dem VermAnIG öffentlich vertrieben werden dürfen, nicht. Sie bedürfen lediglich einer Erlaubnis gemäß § 34 f GewO – E; die Erlaubnis gemäß KWG ist in ihren Voraussetzungen deutlich strenger.

Die Gesetztechnik führt bei Fonds im institutionellen Segment wiederum zu dem nicht wertungsgerechten Ergebnis,

dass deren freie Vermittler gegenüber institutionellen Anlegern den deutlich strengeren KWG-Erlaubnisvoraussetzungen unterliegen als ihre Kollegen, die an Privatanleger vermitteln.

c) § 34 f Abs. 1 Nr. 3 GewO – E

Man sollte annehmen, dass die neuen Ausnahmeregeln im WpHG – E bzw. KWG – E für die freien Vermittler deckungsgleich in der GewO – E abgebildet werden. Das ist aber nicht der Fall.

In § 34 f Abs. 1 Nr. 3 GewO – E gilt die in der GewO geregelte Erlaubnispflicht bei Vermittlung von Vermögensanlagen, deren öffentliches Angebot die Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes gemäß VermAnlG voraussetzt.

Aus der Begründung zum Entwurf des Novellierungsgesetzes vom 6. Juni 2011 ergibt sich, dass für die Fälle von Vermögensanlagen, in denen gemäß VermAnlG keine Prospektpflicht besteht, offenbar auch keine Gewerbeerlaubnis nach § 34 f Abs. 1 Nr. 3 GewO – E erforderlich ist. Für Fonds im institutionellen Segment landet man dann aber wieder in der Erlaubnispflicht gemäß § 32 KWG auf Grund der oben erläuterten Gesetzestechnik.

d) Auflösung der Wertungswidersprüche

Die vorstehend exemplarisch aufgezeigten Wertungswidersprüche, dass in den dort behandelten Fällen bei Fonds für Privatanleger weniger strenge Anforderungen gelten als bei Fonds im institutionellen Segment, sind vom Gesetzgeber wohl kaum intendiert. Eine klare Abgrenzung der Fonds für Privatanleger von solchen im institutionellen Segment sollte – wie dargestellt – über die entsprechende Präzisierung bei der Einbeziehung von Vermögensanlagen in den Finanzinstrumentebegriff erfolgen.

3. Doppelregulierung mit der AIFM-Richtlinie

Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Deutschland wird in den nächsten zwei Jahren einen neuen und eigenständigen aufsichtsrechtlichen Rahmen für Manager alternativer Investmentfonds schaffen. Die AIFM-Richtlinie betrifft ausschließlich Fonds für institutionelle Investoren. Sie sieht Regelungsmechanismen vor, die mit der in Deutschland bestehenden Regulierung des Segments der Privatanleger nicht kompatibel sind:

Die AIFM-Richtlinie reguliert in erster Linie die Fondsmanager, während in Deutschland im Bereich der Vermögensanlagen in erster Linie das Prospektrecht und der Vertrieb reguliert sind.

Die konkrete Umsetzung der AIFM-Richtlinie im deutschen Recht ist derzeit noch offen. Sicher ist, dass Manager alternativer Investmentfonds eine Erlaubnis für ihre Tätigkeit benötigen werden. Diese Erlaubnis wird aller Voraussicht nach keine Erlaubnis nach § 32 KWG für Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen sein, sondern eine eigenständige Erlaubnis für die Verwaltung alternativer Investmentfonds.

Mit der Einbeziehung aller Fonds in den Finanzinstrumentebegriff des KWG besteht aber die Gefahr einer doppelten Erlaubnispflicht für Manager und andere Beteiligte von Fonds im institutionellen Segment: Zum einen besteht die Erlaubnispflicht nach der AIFM-Richtlinie und zum anderen käme – für dieselbe inhaltliche Tätigkeit – eine potentielle Erlaubnispflicht nach § 32 KWG hinzu. Dies kann jedoch kaum beabsichtigt sein. Die AIFM-Richtlinie enthält ganz eigene Voraussetzungen für die Zulassung der Manager, etwa im Hinblick auf die Kapitalausstattung und die Qualifikation der Geschäftsführer.

Dem kann kaum damit abgeholfen werden, dass nach jetzigem Entwurfsstand eine Reihe von Ausnahmeregelungen existiert, die Manager und andere Beteiligte von geschlossenen Fonds aus dem KWG ausnehmen sollen. Denn es ist einerseits nicht sicher, dass das Netz von Ausnahmen für alle Beteiligten hält, andererseits wird sich die Frage bei jeder Änderung des KWG oder der Rechtsprechung oder Verwaltungspraxis zu einzelnen Erlaubnistatbeständen erneut stellen.

Um diesen schon jetzt absehbaren Regelungskonflikt zwischen Vermögensanlagenrecht und AIFM-Richtlinie zu vermeiden, ist die einfachste und klarste Lösung die Rückkehr zum Wortlaut des Diskussionsentwurfs von Mai 2010, der das institutionelle Segment aus dem Anwendungsbereich des neuen Finanzinstrumentebegriffs ausgenommen hatte.

4. Weitere Aspekte

a) Klarstellung der Ausnahmegvorschrift für Dachfonds

Von der Erlaubnispflicht nach dem KWG ausgenommen sein soll auch die „Finanzportfolioverwaltung und Anlageverwaltung für Anbieter oder Emittenten von Vermögensanlagen“ (§ 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 19 KWG-E). Die Zielrichtung dieser Ausnahmegvorschrift ist in der Entwurfsbegründung nicht erläutert. Es ist zu vermuten, dass hiermit die Tätigkeit von Dachfonds vom Anwendungsbereich des KWG ausgenommen werden soll.

- Wir schlagen vor, die Ausnahmegvorschrift in § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 19 KWG-E klarzustellen, damit die Tätigkeit von Dachfonds zweifelsfrei erfasst wird.

Dachfonds investieren ihr Kapital in andere Fonds, um so u.a. eine breitere Risikostreuung zu erreichen. Wenn die Anteile an den Fonds, in die investiert wird (Zielfonds), ihrerseits künftig Finanzinstrumente darstellen, dann würde die Investitionstätigkeit des Dachfonds möglicherweise den Erlaubnistatbestand der Finanzportfolioverwaltung (Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum) oder der Anlageverwaltung (Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eine Gemeinschaft von Anlegern) erfüllen.

Wir halten es für richtig, die Tätigkeit eines Dachfonds vom Anwendungsbereich des KWG auszunehmen. Typischerweise ist die Beteiligung an einem Dachfonds deutlich weniger risikant als die Beteiligung an einem Einzelfonds, der unmittelbar in seine Zielobjekte (z.B. Immobilien oder Unternehmensbeteiligungen) investiert. Es wäre dann nicht nachvollziehbar, wieso nur für den Dachfonds eine Erlaubnispflicht nach dem KWG bestehen sollte.

Diese Wertung liegt der Ausnahmegvorschrift in § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 19 KWG-E offenbar ebenfalls zugrunde. Allerdings erbringen Dachfonds ihre Leistungen nicht „für Anbieter oder Emittenten von Vermögensanlagen“, sondern für ihre Anleger. Die Ausnahmegvorschrift sollte daher beispielsweise so formuliert werden, dass sie die „Finanzportfolioverwaltung und Anlageverwaltung *im Zusammenhang mit Vermögensanlagen*“ erfasst.

b) Beibehaltung der kurzen Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen

Der Regierungsentwurf sieht vor, die Prospekthaftung bei Vermögensanlagen im Vermögensanlagengesetz selbst zu regeln (§§ 20-22 VermAnlG-E) und die hierzu bisher im Börsengesetz enthaltenen Vorschriften (§§ 44-47 BörsG) zu streichen. Während viele der im Börsengesetz bislang enthaltenen Vorschriften in überarbeiteter Form in das Vermögensanlagengesetz übernommen werden sollen, soll die besondere Verjährungsvorschrift des § 46 Börsengesetz ersatzlos gestrichen werden. Anstelle dessen soll die allgemeine Verjährungsregelung des BGB auch für Prospekthaftungsansprüche gelten.

- Wir halten die ersatzlose Streichung der kurzen Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche für nicht ausgewogen und schlagen vor, den Regelungsgehalt des § 46 BörsG in das neue Vermögensanlagengesetz zu übernehmen.

Die Prospekthaftung ist nach ihren formellen und materiellen Voraussetzungen ein sehr scharfes Schwert für die Anleger. Zugunsten der Anleger bestehen weitreichende Nachweiserleichterungen. Insbesondere profitieren die Anleger im Rahmen der Prospekthaftung von einer Kausalitätsvermutung: Sie müssen nicht beweisen, dass ein Prospektfehler für ihre Anlageentscheidung ursächlich war. In der Praxis läuft dies darauf hinaus, dass der Prospektverantwortliche haftet, sobald ein Prospektfehler vorliegt (garantieähnliche Haftung).

Zu diesen Nachweiserleichterungen bildet die kürzere Verjährungsfrist nach § 46 BörsG bisher das Gegengewicht. Der Anleger ist so gehalten, seine Ansprüche in einem Jahr nach Kenntnis des Prospektfehlers geltend zu machen. Drei Jahre nach Prospektveröffentlichung verjähren dann die Prospekthaftungsansprüche auch kenntnisunabhängig. Dies verschafft dem Prospektverantwortlichen Rechtssicherheit. Eine ersatzlose Streichung von § 46 BörsG würde die Gewichtung aber einseitig und erheblich zu Lasten der Prospektverantwortlichen verschieben. Denn mit der BGB-Regelverjährung würde die kenntnisabhängige Verjährung erst nach über drei Jahren und eine kenntnisunabhängige Verjährung erst nach zehn Jahren eintreten. Diese Verjährungsfrist wird in der Praxis fast nie eingreifen.

Dabei ist auch zu bedenken, dass schon das bisherige Prospekthaftungsrecht die inhärente Gefahr birgt, dass Anleger aus wirtschaftlichen Gründen (Liquiditätsbedarf, unbefriedigende Entwicklung des betreffenden Fonds) versuchen, unter Berufung auf formale Prospektfehler ihre Beteiligung rückabzuwickeln, auch wenn der Prospektfehler weder für die Anlageentscheidung des Anlegers noch für die wirtschaftliche Entwicklung des Fonds ursächlich ist. Die Aufhebung der kurzen Verjährung kann deshalb eine massive Zunahme auch von unberechtigten Prospekthaftungsprozessen zur Folge haben.

Die Frage der Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen betrifft im Übrigen auch Fonds im institutionellen Segment. Zwar sind die neuen Prospekthaftungsregeln der §§ 20-22 VermAnlG unmittelbar nur auf prospektpflichtige Vermögensanlagen (und damit nicht auf institutionelle Fonds anwendbar) anwendbar. Da für institutionelle Fonds jedoch keine gesetzlich geregelte Prospekthaftung besteht, ist zu erwarten, dass sich die Rechtsprechung für die richterrechtlich entwickelte Prospekthaftung im engeren Sinne an den gesetzlichen Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes orientieren wird.

Mit freundlichen Grüßen


Ulrike Hinrichs
Geschäftsführerin


Dr. Andreas Rodin
BVK-Vorstandsmitglied und
Leiter des BVK-Rechtsbeirats