

Blind-Pool-Fonds

Mit oder ohne Stempel?

Kollektive Anlagemodelle stehen weiter im Fokus der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die Autoren nehmen Hintergründe und Auswirkungen unter die Lupe.

Text: Katrin Bönisch und
Gustav Meyer zu Schwabedissen

Mit Wirkung zum 28. März 2009 hat der Gesetzgeber den neuen Tatbestand der „Anlageverwaltung“ (Paragraf 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 11 KWG) in den Katalog der erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen aufgenommen, der insbesondere für Blind Pools* eine Erlaubnispflicht vorsieht. Der Aufsatz behandelt die Hintergründe und Auswirkungen des neuen Erlaubnistatbestandes und zeigt Gestaltungsmöglichkeiten auf, mit denen möglicherweise auch in Zukunft eine BaFin-Zulassung für Blind Pools vermieden werden kann. Eine Restunsicherheit aber bleibt, da der Anwendungsbereich des Erlaubnistatbestandes „Finanzkommissionsgeschäft“ weiterhin unklar ist.

Bundesverwaltungsgerichtsentscheidung im Fall „Gamag“

Hintergrund für die Einführung des neuen Erlaubnistatbestandes der Anlageverwaltung ist die Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts vom 27. Februar 2008 im Fall „Gamag“ (Az.: 6 C 11 u. 12/07; NJOZ 2008, 2191 ff.). In diesem Urteil hat das Bundesverwaltungsgericht sich gegen die Auffassung der BaFin gewandt, nach der der Betrieb von kollektiven Anlagemodellen, die in Finanzinstrumente investieren, ein nach dem Kreditwesengesetz (KWG) erlaubnispflichtiges „Finanzkommissionsgeschäft“ (Paragraf 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG) sei.

Kollektive Anlagemodelle sind Konstruktionen, die dazu dienen, dass die wirtschaftlichen Erfolge aus Spekulationen mit Finanzinstrumenten (also zum Beispiel Aktien, Optionen, Futures*, Genussscheine usw.) direkt den Anlegern zugute kommen. In der Praxis sind dies vor allem KG-Fonds, Genussrechtskonstruktionen und BGB-

Gesellschaften. Die BaFin war in den vergangenen Jahren vermehrt gegen solche kollektiven Anlagemodelle vorgegangen. Sie hatte deren Betrieb als erlaubnispflichtiges Finanzkommissionsgeschäft eingestuft und eine Banklizenz verlangt. Dabei hatte sich die BaFin auf eine weite, von wirtschaftlichen Gesichtspunkten geprägte Auslegung des Begriffes „Finanzkommissionsgeschäft“ gestützt.

Ein Finanzkommissionsgeschäft war von der BaFin immer schon dann bejaht worden, wenn die materiellen Vor- und Nachteile des Geschäftes wirtschaftlich dem Anleger und nicht dem geschäftsabschließenden Anbieter zuzuordnen waren. Dieser Aufsichtspraxis hat das Bundesverwaltungsgericht mit seiner Entscheidung vom 27. Februar 2008 ein Ende bereitet. Das Gericht sprach sich gegen die wirtschaftliche Betrachtungsweise der BaFin aus und entschied, dass der Betrieb von kollektiven Anlagemodellen nicht unter den Erlaubnistatbestand des „Finanzkommissionsgeschäftes“ fällt.

Neuer Erlaubnistatbestand der „Anlageverwaltung“

Als Reaktion auf die Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts vom 27. Februar 2008 hat der Gesetzgeber mit Wirkung zum 28. März 2009 den neuen Erlaubnistatbestand der „Anlageverwaltung“ in das KWG aufgenommen. Mit dem Tatbestand sollen kollektive

Anlagemodelle unter die BaFin-Aufsicht gestellt werden, die seit der Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichtes im Fall „Gamag“ nicht mehr unter den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts gefasst werden können. Der Tatbestand der Anlageverwaltung erfasst allerdings nicht sämtliche kollektive Anlagemodelle.

Um eine erlaubnispflichtige Anlageverwaltung handelt es sich insbesondere nur dann, wenn der Anbieter einen „Ermessensspielraum hinsichtlich der Auswahl der Finanzinstrumente“ hat. Vom Anwendungsbereich der Anlageverwaltung sind daher Fondsgesellschaften ausgeschlossen, die in Finanzinstrumente investieren, die in den Verkaufsunterlagen bereits konkret festgelegt sind. Bei Blind Pools zum Beispiel, die in Unternehmen investieren, betrifft der neue Erlaubnistatbestand der Anlageverwaltung nur solche Blind-Pool-Konstruktionen, bei denen die Zielunternehmen dem Anleger zuvor nicht bekannt sind. Solche Blind Pools werden in der Regel eine Erlaubnis für die Anlageverwaltung benötigen, wenn sie in Finanzinstrumente (zum Beispiel in Aktien) investieren.

Es gibt aber einige wichtige Ausnahmen für Blind Pools, mit denen eine BaFin-Zulassung umgangen werden kann, selbst wenn die Finanzinstrumente nicht im Vorfeld festgelegt werden: So greift der Tatbestand der Anlageverwaltung nur, wenn „natürliche





Personen" an dem Anlagemodell beteiligt sind. Blind Pools, die sich ausschließlich an institutionelle Anleger richten, können also auch in Zukunft ohne Erlaubnis für die Anlageverwaltung betrieben werden. Auch eine einzige natürliche Person als Anleger sollte aus unserer Sicht noch keine Erlaubnispflicht auslösen.

Tatbestandsmerkmal „Schwerpunkt des Produkts" eröffnen

Die Anlageverwaltung setzt zudem die „Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten" voraus. Der Gesetzgeber hat in der Gesetzesbegründung nicht erläutert, ob dieses Merkmal auch erfüllt sein soll, wenn der Fonds die Finanzinstrumente lediglich am Anfang der Laufzeit erwirbt und am Ende der Laufzeit wieder veräußert, also kein laufender aktiver Handel mit den Finanzinstrumenten erfolgt. Die Bezeichnung „Anlageverwaltung" spricht aber dafür, dass nur fortwährend verwaltete Anlagemodelle erfasst werden sollen.

Das Wort „verwaltet" ist eine ungenaue Übersetzung des englischen Begriffs „managed", wie er in „managed account" oder „Fondsmanager" vorkommt. Er meint den aktiven Handel und nicht das eher passive „Verwalten". Es ist daher davon auszugehen, dass Blind Pools, die Finanzinstrumente im Anlagevermögen halten, das heißt eine langfristige Kapitalanlage anstreben,

nicht vom neuen Erlaubnistatbestand der Anlageverwaltung erfasst werden.

Die besten Gestaltungsmöglichkeiten, um eine Erlaubnispflicht für die Anlageverwaltung zu verhindern, scheint jedoch das Tatbestandsmerkmal „Schwerpunkt des Produkts" zu eröffnen. Dieses soll nach der Gesetzesbegründung dann nicht gegeben sein, wenn es sich bei der Anschaffung und Veräußerung der Finanzinstrumente um eine Nebentätigkeit handelt, die nicht im Mittelpunkt der Werbung steht. Hier gibt es zwei verschiedene Ansatzmöglichkeiten: Zum einen kann der Fonds so gestaltet werden, dass er nicht hauptsächlich in Finanzinstrumente, sondern in Instrumente investiert, die nicht unter den Begriff des Finanzinstruments im Sinne des Paragraphen 1 Abs. 11 KWG fallen, wie beispielsweise unverbriefte Genussrechte, GmbH-Anteile, Anteile an Personengesellschaften, stille Beteiligungen, Grundstücke, Immobilien, Schiffe oder Flugzeuge.

Unklar ist allerdings, welchen Umfang die Investition in andere Instrumente haben muss, damit die Investition in Finanzinstrumente nicht mehr als „ein Schwerpunkt" des Produktes bezeichnet werden kann. In der Literatur wird vertreten, dass jedenfalls ein Umfang von mehr als 50 Prozent ausreichen sollte. Ob auch die BaFin dieser Auffassung ist, bleibt abzuwarten.

Zum anderen spricht einiges dafür, dass der Fonds auch dann keiner Erlaubnis für die Anlageverwaltung bedarf, wenn er für die Unternehmen, an denen er Beteiligungen eingeht, zugleich Dienstleistungen erbringt, wie zum Beispiel Controlling, Coaching oder Finanzierung. Für eine derartige Auslegung des neuen Erlaubnistatbestandes lässt sich die Begründung anführen, mit der der Gesetzgeber Private-Equity-Fonds* von dem Tatbestand der Anlageverwaltung ausdrücklich ausgenommen hat.

Danach sollen Private-Equity-Fonds deshalb nicht vom Tatbestand der Anlageverwaltung erfasst werden, weil bei diesen die Beteiligung an Unternehmen zu dem Zweck erfolgt, in deren unternehmerischen Entscheidungs- und Verantwortungsbereich einzutreten und damit keine bloße Teilnahme an der Wertentwicklung der Finanzinstrumente und keine reine Kapitalanlage gewollt seien. Es ist aber fraglich, ob die BaFin mit dieser Begründung auch Fonds, die keine Private-Equity-Fonds im klassischen Sinne sind, vom Tatbestand der Anlageverwaltung ausnimmt.

Zusammenfassend lässt sich daher zum jetzigen Zeitpunkt wohl sagen:

Der neue Erlaubnistatbestand „Anlageverwaltung" umfasst zwar viele, aber nicht sämtliche Blind Pools, die in Finanzinstrumente investieren. Es wird auch in Zukunft Blind-Pool-Konstruktionen geben, die ohne eine Erlaubnis für die Anlageverwaltung betrieben werden können. Allerdings ist derzeit noch nicht ganz klar, wie diese exakt aussehen werden. Der Tatbestand der Anlageverwaltung bringt daher eine erhebliche Rechtsunsicherheit für die Anbieter von Blind Pools. Die Gewissheit, keine Erlaubnis für die Anlageverwaltung zu benötigen, haben nur solche Blind Pools, für die am 24. September 2008 (Datum des Kabinettsbeschlusses) bereits ein Verkaufsprospekt veröffentlicht war. Diese Produkte hat der Gesetzgeber nämlich von der Erlaubnispflicht für die Anlageverwaltung ausgenommen.

Bereich „Finanzkommissionsgeschäft" weiter unklar

Selbst wenn der Tatbestand der Anlageverwaltung nicht greifen sollte, gibt es für die Anbieter kollektiver Anlagemodelle noch keine Entwarnung. Denn aus BaFin-Kreisen werden überraschend Stimmen laut, nach denen kollektive Anlagemodelle, die in Finanzinstrumente investieren, auch nach der Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts grundsätzlich vom Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäftes erfasst werden sollen. Zwei BaFin-Mitarbeiter vertreten in einem aktuellen Aufsatz (Deppmeyer/Esser, in: BKR 2009, S. 230 ff.) die Auffassung, dass der Betrieb kollektiver Anlagemodelle auch dann als Finanzkommissionsgeschäft einzustufen sei, wenn man den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäftes entsprechend den Vorgaben des Bundesverwaltungsgerichts auslegt.

Zwar erfolgt der Hinweis, dass der Beitrag ausschließlich die persönliche Meinung der Verfasser wiedergibt und keine amtliche Äußerung der BaFin darstellt. Gleichwohl ist nicht auszuschließen, dass die BaFin sich der vor genannten Ansicht anschließen wird und mit dieser Argumentation auch in Zukunft bei kollektiven Anlagemodellen eine Erlaubnis für das Finanzkommissionsgeschäft verlangen wird, und damit die Rechtsunsicherheit für Blind Pools erhöht.

Praxisinweis: Jeder Blind Pool muss in Zukunft sehr genau darauf hin untersucht werden, ob er eine Zulassung nach Paragraph 32 KWG benötigt.

Katrin Bönisch und Gustav Meyer zu Schwabedissen sind Rechtsanwältinnen in der Sozietät mzs Rechtsanwälte in Düsseldorf.