



Verband unabhängiger Vermögensverwalter
Deutschland e.V.

Nur per E-Mail : Konsultation-16-21@bafin.de

VuV e.V. | Stresemannallee 30 | 60596 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt am Main

Ihre Zeichen/Nachricht vom Unser Zeichen Telefon, Name
+49 69 660 550-113 Jennifer Gross Frankfurt, 13.09.2021

**Betreff: Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach KAGB/ Konsultation
Änderung von FAQ
Hier: Stellungnahme zum Vertriebsbegriff bei Vermögensverwaltung (Nr. 1.9 der
FAQ)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem o.g. Entwurf Stellung zu nehmen. Unsere Ausführungen beschränken wir auf die unter **Nr. 1.9** der FAQ wiedergegebene Auslegung des Vertriebsbegriffs, wenn Anteile im Rahmen einer Vermögensverwaltung für den Kunden erworben werden. Die hierzu von der BaFin schon seit längerem vertretene Auslegung ist bekannt. Wir möchten die Konsultation zum Anlass nehmen, die hiergegen bestehenden Bedenken zu konkretisieren.

1. Direktes oder indirektes „Platzieren“

In den FAQ geht die Aufsicht zunächst davon aus, dass der Erwerb im Rahmen einer Vermögensverwaltung dem „Platzieren“ im Sinne des § 293 Abs.1 Satz 1 KAGB entspricht und führt zur ergänzenden Begründung aus, dass der im KAGB verwendete Begriff abweichend vom KWG bzw. vom WpHG zu verstehen sei. Dies geht in mehrfacher Hinsicht fehl.

Zum einen begründet ein vom KWG und WpHG abweichendes Verständnis noch keine sachliche Begründung dafür, dass die Finanzportfolioverwaltung von dem KAGB-Terminus erfasst ist.

Zum anderen belegt gerade die Aufbereitung der Gesetzgebungsgeschichte zu § 293 Abs.1 KAGB umgekehrt, dass der Terminus des „Platzierens“ in einem völlig anderen Zusammenhang aufgekommen ist und die Finanzportfolioverwaltung damit ganz sicher nicht gemeint war.

Im Investmentgesetz 2003 war im Kapitel über die Vertriebsvorschriften noch keine Legaldefinition zum Vertriebsbegriff enthalten. Vielmehr war in § 121 Abs.1 InvG nur allgemein vom „Vertragsschluss des Erwerbers“ die Rede. Vor diesem „Vertragsschluss“ mussten bestimmte Informationspflichten erfüllt sein. Im Übrigen war in § 2 Abs.11 InvG der Vertriebsbegriff lediglich im Zusammenhang mit dem „öffentlichen Vertrieb“ definiert.

Die Definition des Vertriebs als „Anbieten und Platzieren“ ist **erst im KAGB 2013 in § 293 aufgenommen** worden. Dass damit aber offenkundig nicht die Finanzportfolioverwaltung gemeint war, ergibt sich eindeutig aus der Begründung des Regierungsentwurfs zum Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz-AIFM-UmsG) vom 21.12.2012 (BR-Drucks.791/12). Darin heißt es:

„ Zu § 293 (Allgemeine Vorschriften)

Zu Absatz 1

Der Begriff des Vertriebs basiert auf der Definition des öffentlichen Vertriebs in § 2 Absatz 11 des aufzuhebenden Investmentgesetzes, der jedoch neben redaktionellen Anpassungen aufgrund der in § 1 enthaltenen Begriffsbestimmungen an die Vertriebsdefinition in Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe x der Richtlinie 2011/61/EU angepasst werden musste. Zu diesem Zweck wurden insbesondere das Element „öffentlich“ und die Regelausnahmen in Nummer 1 (institutionelle Anleger) und Nummer 7 (Börsenbekanntmachungen) gestrichen und die Regelausnahme der Nummer 8 in § 2 Absatz 11 Satz 2 des aufzuhebenden Investmentgesetzes auf EU-Master-OGAW beschränkt, damit die Vertriebsdefinition nicht gegen Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe x der Richtlinie 2011/61/EU verstößt. Zudem wurde Satz 2 dieses Absatzes im Vergleich zu § 2 Absatz 11 Satz 2 des aufzuhebenden Investmentgesetzes in Nummer 2 um die Wörter „die Nettoinventarwerte und die an einem organisierten Markt ermittelten Kurse“ und um die Nummer 6 ergänzt. Die Ergänzung in Nummer 2 soll den Besonderheiten geschlossener Fonds stärker Rechnung tragen. Die neue Nummer 6 hat den Hintergrund, dass dieses Gesetz die Veröffentlichung bestimmter Informationen im Bundesanzeiger und die Erfüllung bestimmter Informationspflichten gegenüber dem Anleger verlangt und dies - ohne diesen Ausnahmetatbestand – zumindest als Werbung für Anteile oder Aktien an einem Investmentvermögen zu verstehen wäre. Die allgemeine Vertriebsdefinition in diesem Gesetz darf wegen Artikel 43 Absatz 1 Unterabsatz 2 der Richtlinie 2011/61/EU weiter gefasst sein als die Vertriebsdefinition in der Richtlinie 2011/61/EU. Die im Bereich des Vertriebs an professionelle Anleger erforderlichen Einschränkungen des Vertriebsbegriffs („auf Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag [...] an Anleger oder bei Anlegern mit Wohnsitz oder Sitz in der Union“) werden in Satz 3 und 4 dieses Absatzes und im Rahmen der Spezialvorschriften für den Vertrieb an professionelle Anleger

vorgenommen. Dabei werden die semi-professionellen Anleger den professionellen Anlegern gleichgestellt.“

<https://dserver.bundestag.de/brd/2012/0791-12.pdf>

Daraus ergibt sich zunächst, dass der Vertriebsbegriff des § 293 KAGB am Terminus des „öffentlichen“ Vertriebs anknüpft. Die Finanzportfolioverwaltung kann in diesem Sachzusammenhang somit nicht gemeint sein.

Aus den Ausführungen ergibt sich ferner die Zielsetzung, mit dem Terminus „Anbieten und Platzieren“ die Vertriebsdefinition des Art. 4 Abs.1 X Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/61/EU) vom 8. Juni 2011 in § 293 Abs.1 KAGB umzusetzen. Die Finanzportfolioverwaltung kann insoweit deshalb nicht erfasst und gemeint sein, weil der Vertriebsbegriff in der Richtlinie dies offenkundig ausschließt. Die zitierte Richtlinie definiert „Vertrieb“ wie folgt:

„x) „Vertrieb“ ist das direkte oder indirekte, auf **Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag erfolgende Anbieten oder Platzieren** von Anteilen an einem vom AIFM verwalteten AIF an Anleger oder bei Anlegern mit Wohnsitz oder Sitz in der Union.“

Der Erwerb eines Investmentanteils durch den vom Kunden beauftragten Vermögensverwalter erfolgt indes **weder auf Initiative eines AIFM noch in dessen Auftrag**. Der Vermögensverwalter ist in diesem Verhältnis auch nicht selbst AIFM, sondern ein davon unabhängiges Wertpapierdienstleistungsinstitut. Der Terminus des „Platzierens“ ist mithin in einem engen Zusammenhang zum „Anbieten“ dahingehend zu verstehen, dass die Anteile dem Anlegerkreis **im Interesse des AIFM** verkauft werden sollen. Soweit Anteile aufgrund einer eigenen Entscheidung des Vermögensverwalters in das Kundendepot gekauft werden, wird dieser aber nicht im Interesse des AIFM tätig. Vielmehr erwirbt der Vermögensverwalter die Anteile als Vertreter seines Kunden und vertritt **schon aufgrund der aufsichtsrechtlichen Vorgaben insoweit nur die seines Auftraggebers**. Der Vermögensverwalter steht hier ausschließlich im Lager der Kunden und nicht im Lager des AIFM. Auf „Initiative und im Auftrag des AIFM“ könnte allenfalls dann gesprochen werden, wenn der Vermögensverwalter auf Basis eines konkreten Vertriebsauftrages mit der KVG tätig wird.

Auch im Übrigen können aus der oben zitierten Gesetzesbegründung nicht die geringsten Anhaltspunkte dafür abgeleitet werden, dass die Finanzportfolioverwaltung vom Vertriebsbegriff bzw. vom Terminus des „Platzierens“ erfasst ist.

Die Gesetzesbegründung zu § 293 KAGB ist derart eindeutig, dass die FAQ zu 1.9 schon aus diesem Grunde nicht mehr haltbar sind.

2. Ausnahmeregelung § 121 Abs.3a InvG

Soweit die Aufsicht zur ergänzenden Begründung weiter davon ausgeht, dass die Ausnahmeregelung in § 121 Abs.3a InvG bestätige, dass die Finanzportfolioverwaltung grundsätzlich dem Vertrieb zuzuordnen sei, überzeugt auch dies nicht.

Die Vorschrift ist vielmehr umgekehrt als ein „klarstellender“ Beleg dafür anzusehen, dass diese Wertpapierdienstleistung kein „Vertrieb“ ist. Dies wird durch die Gesetzesbegründung auch bestätigt. Im Regierungsentwurf des Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 11.06.2007 (BT-Drucksache 16/5576) wird zu § 121a nämlich ausgeführt:

„Zu Buchstabe d

Die hier vorgesehenen Ausnahmen von der Anwendbarkeit des Absatzes 3 dienen der Anpassung des Gesetzes an die Aufsichtspraxis. Die Bundesanstalt hat bereits in der Vergangenheit nicht verlangt, dass beim Erwerb von Anteilen an Hedgefonds auf fremde Rechnung durch einen Vermögensverwalter die Verkaufsunterlagen an dessen Kunden– den Anleger – ausgehändigt werden. **Dies würde dem Wesen eines Vermögensverwaltungsvertrages widersprechen**, da der Anleger einen Vermögensverwalter einschaltet, um sich dessen allgemeine und besondere Kenntnisse zu Nutze zu machen. Der Vermögensverwalter, der als Vertreter des Anlegers fungiert, beschafft sich die notwendigen Produktinformationen durch den Bezug der Verkaufsunterlagen. Im Rahmen der allgemeinen Aufklärungspflichten nach dem WpHG erfolgt in der Praxis anschließend die gebotene Aufklärung des privaten Anlegers über die mit einer Anlage in Hedgefondsanteile verbundenen Risiken durch den Vermögensverwalter. Daneben legt regelmäßig der Vermögensverwaltungsvertrag die Zulässigkeit des Erwerbs von Hedgefondsanteilen fest. Es wird von der Bundesanstalt des Weiteren nicht beanstandet, wenn bei regelmäßig wiederkehrenden Anteilerwerben im Rahmen eines Fondssparplans die Anforderungen des § 121 Abs. 3 nur im Zusammenhang mit dem erstmaligen Anteilkaufr erfüllt werden. Die Anlageentscheidung des Kunden wird hier bei Abschluss des Sparplans getroffen; die Folgekäufe werden nur noch automatisch abgewickelt.“

<https://dserver.bundestag.de/btd/16/055/1605576.pdf>

Diese Ausführungen können nur dahingehend verstanden werden, dass im Rahmen der Vermögensverwaltung die Produkte nicht vom Vermögensverwalter an den Anleger vertrieben werden, weil der Vermögensverwalter **als dessen Vertreter und Entscheider fungiert** und der Anleger sich dessen Kenntnisse zu Nutze macht. Wenn in der Gesetzesbegründung ausdrücklich darauf abgestellt wird, dass der Vermögensverwalter der Vertreter des Anlegers ist und der Anleger bereits über die allgemeinen Risiken vorab aufgeklärt wird, kann daraus nur die Schlussfolgerung gezogen werden, dass der

Gesetzgeber den Erwerb im Rahmen der laufenden Verwaltungstransaktionen nicht als „Vertrieb an den Anleger“, sondern gewissermaßen als Vertrieb an den Vermögensverwalter ansieht, der aber selbst hinreichend informiert ist mit der Folge, dass es den Schutz der Vertriebsvorgaben des InvG insoweit nicht bedarf. Dass die „klarstellende“ Anpassung an die Aufsichtspraxis im Kapitel der Vertriebsvorschriften des Investmentgesetzes aufgenommen wurde, bedeutet jedenfalls nicht, dass die Vermögensverwaltung als solche vom Gesetzgeber als Vertrieb angesehen wurde. Denn im Investmentgesetz war noch keine allgemeine Legaldefinition des Vertriebs enthalten, wie dies in § 293 KAGB erstmals erfolgt ist. Die Regelung des § 121a InvG konnte daher nur dort als klarstellende Reaktion auf die Aufsichtspraxis verortet werden.

Im Übrigen wird durch die unter Nr.1 dieser Stellungnahme erläuterte (spätere) Anpassung des Vertriebsbegriffs in § 293 Abs.1 KAGB an die AIFM-Richtlinie die maßgebliche Zielrichtung des Vertriebsbegriffes hinreichend klar bestätigt. Auf die Vorgängerregelung des § 121 Abs.3a InvG kann damit ohnehin nicht mehr indiziell abgestellt werden.

3. Finanzportfolioverwaltung „erst Recht“ Vertrieb

Soweit die Aufsicht schließlich davon ausgeht, dass im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung die entsprechenden Anteile „erst recht“ nicht für den Kunden auf Basis einer Vollmacht erworben werden dürften, wenn der Vermögensverwalter diese dem Kunden nicht direkt anbieten dürfte, geht auch dies fehl.

Zum einen wird insoweit das „**Wesen einer Vermögensverwaltung**“ **verkannt**, wie dies der Gesetzgeber zu § 121 Abs.3 InvG in der oben zitierten Begründung zu Recht hervorgehoben hat. Der Anleger entscheidet nicht selbst über den Erwerb, sondern macht sich die Kenntnisse und den Status des Vermögensverwalters als sein Vertreter zu nutze. Der Vermögensverwalter ist gegenüber seinem Auftraggeber insoweit nicht in der vom KAGB regulierten Vertriebskette „im Auftrag oder auf Initiative des AIFM“ tätig, sondern als unabhängiges und professionelles Wertpapierdienstleistungsinstitut, das für den Kunden die Anlageentscheidungen trifft und daher auch den zahlreichen (strengen) Wohlverhaltenspflichten unterworfen ist. Dies kann schlechterdings nicht mit der Situation verglichen werden, bei der der Vermögensverwalter z.B. als Anlagevermittler im Interesse des AIFM und in dessen Vertriebskette auf die Kaufentscheidung des Kunden einwirkt. Insoweit ist die Situation vielmehr umgekehrt zu sehen: Wenn die Anteile nicht in der vom AIFM organisierten Vertriebskette an den Kunden veräußert werden dürfen, bedeutet dies noch lange nicht, dass der aufsichtsrechtlich ausschließlich dem Interesse seines Kunden verpflichtete Vermögensverwalter in gleicher Weise daran gehindert ist.

Im Übrigen ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass im Geltungsbereich des **Rechtsstaatsprinzips und des Gesetzesvorbehaltes** (Art. 20 GG) derartige „Erst-Recht-Schlussfolgerungen“ unzulässig sind. Wenn mangels „Platzieren“ der gesetzliche Tatbestand des „Vertriebs“ nicht erfüllt ist, kann dies nicht durch Analogien oder sonstige



Verband unabhängiger Vermögensverwalter
Deutschland e.V.

Zweckmäßigkeitserwägungen der Behörde aufgefüllt werden. Vielmehr muss insoweit der Gesetzgeber tätig werden.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Nero Knapp
Geschäftsführender Verbandsjustiziar