Handbuch der Vermögensverwaltung

Schäfer / Sethe / Lang

3. Auflage 2022
ISBN 978-3-406-74716-8
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.
beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Die Rechtsprechung hat in mehreren Urteilen zum Finanzkommissionsgeschäft[124] einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise eine klare Abfuhr erteilt, den Tatbestand eng ausgelegt und auf der Kommission iSd §§ 383 ff. HGB ähnliche Geschäfte begrenzt.[125] Sie hat Gestaltungen, in denen fremde Vermögen in eine Gesellschaft, einen Verein oder eine juristische Person gekleidet wurden, weder als Finanzkommissionsgeschäft noch als Finanzportfolioverwaltung eingeordnet.[126] Auch wenn man die Urteile als handwerklich nicht überzeugend kritisieren mag,[127] spielt dies jedoch keine Rolle mehr, da der Gesetzgeber bei der Schaffung des neuen Tatbestands der **Anlageverwaltung** (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG, dazu → Rn. 86 ff.) zugleich ein klares Bekenntnis gegen eine wirtschaftliche Betrachtungsweise abgegeben hat (ausführlich → Rn. 41 f.). Aufgrund dessen ist es nun ausgeschlossen, Vermögensverwaltungen, die in gesellschaftsrechtliche Einkleidungen gefasst sind, als Finanzportfolioverwaltung zu begreifen.[128] Die Rechtsprechung,[129] wonach der geschäftsführende Gesellschafter der GbR eine Finanzportfolioverwaltung gegenüber den nicht geschäftsführenden Mitgliedern erbringt, ist so nicht mehr haltbar.[130] Gesellschaftsrechtliche Einkleidungen der Vermögensverwaltung fallen daher nach neuem Recht unter den Tatbestand der Anlageverwaltung, wenn sie gewerbsmäßig betrieben werden oder einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordern. Die müsste an sich auch für Investmentclubs gelten, hindert die BaFin allerdings nicht daran, Investmentclubs in der Rechtsform einer GbR davon auszunehmen, denn diese Rechtsform besitze keine eigene Rechtsfähigkeit, so dass der Geschäftsführer der GbR kein eigenes, sondern (in Bezug auf das Vermögen der Mitgesellschafter) fremdes Vermögen verwalte und daher den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung erfülle.[131] **68**

ee) Verwaltung mit „Entscheidungsspielraum“. Das Tatbestandselement der Verwaltung „mit Entscheidungsspielraum“ umschreibt das typische Kennzeichen der Vermögensverwaltung, nämlich die Tatsache, dass der Verwalter befugt ist, **ohne vorherige Rücksprache** mit dem Vermögensinhaber Entscheidungen über dessen Vermögen zu treffen. Die geringfügige Abweichung des Wortlauts des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG vom Wortlaut des Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MiFID („mit Ermessensspielraum“) ist ohne inhaltliche Bedeutung, so dass beide Begriffe synonym verwendet werden. Das Tatbestandsmerkmal grenzt die Finanzportfolioverwaltung von der bloßen Anlageberatung einerseits und der Abschlussvermittlung anderseits ab.[132] Bei beiden Leistungen trifft der Vermögensinhaber **69**

LEXISNEXIS LEXIS PRAXIS LEXIS BUCHANBIETUNG

[124] BVerwG WM 2008, 1359 ff. – GAMAG; *Fingerhut/Voß* BB 2008, 1862; *Hanten/von Livonius* BKR 2008, 230; *Lenenbach* WuB I L 1 § 1 KWG 1.08; *von Livonius/Bernau* EWiR 2008, 445 (446); *Unzicker* ZIP 2008, 919 ff.; *Hammen* WM 2008, 1901 ff.; s. auch *Deppmeyer/Esser* BKR 2009, 230. Zustimmend BVerwG ZIP 2009, 1899; *Just/Voß* EWiR 2009, 785 f. Der Rechtsprechung des BVerwG folgt jetzt auch BGH WM 2010, 262 und BGH 20.9.2011 – XI ZR 435/10 und 436/10 Rn. 16 juris.

[125] So auch weite Teile des Schrifttums, *Dreher* ZIP 2004, 2161 (2162); *Fock* ZBB 2004, 365 (368); *Fock* EWiR 2007, 595 (596); *Frey* BKR 2005, 200 (201); *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Aufl., § 1 Rn. 69; *Görner/Dreher* ZIP 2005, 2139; *Gstädtner/Elicker* BKR 2006, 437 (440 f.); *Hammen* WM 2005, 813 (814); *Seiler/Geier* in Schimansky/Bunte/Lwowski BankR-HdB § 104 Rn. 3; *Oelkers* WM 2001, 340 (344 f.); *Schmalenbach/Sester* WM 2005, 2025 (2030); *Wolf* DB 2005, 1723 (1724); ebenso zuvor *Hanten/Zerwas* ZBB 2000, 44 (47); *Oelkers* WM 2001, 340 (344 f.); aA *Sahavi* ZIP 2005, 929 (933 ff.); *Sethe* Anlegerschutz S. 560 ff.; *Voge* WM 2007, 1640 (1641 ff.).

[126] Ebenso *Benicke,* Wertpapiervermögensverwaltung, S. 301 ff.

[127] So *Sethe* FS Uwe H. Schneider, 2011, 1239 ff.

[128] Meine zum früheren Recht vertretene gegenteilige Ansicht (*Sethe* Anlegerschutz S. 588 f.) ist damit überholt; s. auch *Sethe* FS Uwe H. Schneider, 2011, 1239 ff.

[129] BVerwG ZIP 2005, 385; 2010, 1170.

[130] Ebenso *Volhard/Wilkens* DB 2008, 2411 (2414); *Kumpan* in Schwark/Zimmer, 5. Aufl., WpHG § 2 Rn. 130. Aus anderen Gründen lehnen *Fuchs* in Fuchs, WpHG, 2. Aufl., § 2 Rn. 110 und *Versteegen* in Kölner Komm WpHG, 1. Aufl., § 2 Rn. 152 die Position der BaFin ab. Sie verneinen ein Auftragsverhältnis der Anleger an den Geschäftsführer der GbR.

[131] *BaFin,* Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung v. 3.1.2011, zuletzt geändert am 25.7.2018.

[132] S. etwa RegE, BR-Drs. 963/96, 101; BVerwG ZIP 2005, 385 (390); *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Aufl., WpHG § 2 Rn. 152; *Balzer* Vermögensverwaltung S. 14 f.; *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Aufl., § 1 Rn. 159.

selbst die eigentliche Anlageentscheidung und die Aufgabe des Finanzintermediärs beschränkt sich auf die Beratung bzw. die Vermittlung im Vorfeld des Wertpapiergeschäfts.

70 Das Bestehen eines Entscheidungsspielraums ist offensichtlich, wenn der Vermögensverwaltungsvertrag dem Vermögensverwalter „freies Ermessen" einräumt und auf die Festlegung von detaillierten Anlagerichtlinien verzichtet wurde. Aber auch bei Vereinbarung solcher Anlagerichtlinien bleibt dem Vermögensverwalter im Regelfall ein so großer Entscheidungsspielraum, dass eine Finanzportfolioverwaltung vorliegt.[133] Denn das Ziel der Anlagerichtlinien ist die Ausrichtung der Anlagestrategie an den Zielen des Kunden, nicht aber eine Festlegung der Tätigkeit des Vermögensverwalters bis ins letzte Detail. Mit anderen Worten: Nur, wenn der Vermögensverwalter nach den Anlagerichtlinien weder über das „Ob" noch über das „Wie" der Anlage entscheiden kann, sein Ermessen also in allen Anlageentscheidungen auf null reduziert ist, fehlt das Tatbestandsmerkmal des Ermessensspielraums. Dies ist etwa der Fall, wenn das Portfolio einen bestimmten Index deckungsgleich nachbilden soll[134] oder wenn der Vermögensverwalter vor jeder Entscheidung noch die Zustimmung eines Gremiums einholen muss, auf dessen Zusammensetzung er keinen Einfluss hat.[135] Sucht der Vermögensverwalter dagegen den Dritten aus, der die Anlageentscheidungen trifft, liegt eine Finanzportfolioverwaltung kombiniert mit einer Auslagerung der Anlageentscheidungen vor.[136] Das gilt auch für das sog. **Signal Following** (oder «Social Trading», bei dem das Kundendepot über eine Plattform verwaltet und automatisiert an einem Referenzportfolio ausgerichtet wird.[137]

71 Gegen die Annahme eines Entscheidungsspielraums spricht auch nicht der Umstand, dass der Vermögensinhaber dem Vermögensverwalter verbindliche Weisungen hinsichtlich einzelner Anlageobjekte oder einzelner Kauf–/Verkaufsentscheidungen erteilen kann. Eine solche Möglichkeit sehen die meisten Vermögensverwaltungsverträge ausdrücklich vor. Solange sich solche Weisungen auf Einzelfälle beschränken, liegt ein ausreichender Entscheidungsspielraum des Verwalters vor.[138] Anders ist die Sachlage, wenn der Vermögensverwalter um Genehmigung ersuchen muss, diese aber regelmäßig stillschweigend erteilt wird. In diesem Fall liegt die Dispositionsbefugnis noch beim Vermögensinhaber, auch wenn das äußere Erscheinungsbild den Anschein einer Finanzportfolioverwaltung erweckt.

72 Bereits an dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Vermögensverwalter prüfen muss, ob die Einzelweisung zu den Anlagerichtlinien passt. Ist dies nicht der Fall, muss er den **Kunden warnen.** Besteht der Kunde dennoch auf der Ausführung der Einzelweisung, sollte der Vermögensverwalter die deshalb angeschafften Werte in einem Unterdepot buchen, damit er sie nicht fortlaufend überwachen muss und sie ihm nicht die Performance „verhageln" können. Der Kunde ist darauf hinzuweisen, dass er für die Überwachung der Werte selbst verantwortlich ist.

73 Erfolgt die Vermögensverwaltung in Form eines sog. **Robo-Portfoliomanagements,**[139] entscheidet nicht eine natürliche Person über die Notwendigkeit von Ver-

beckshop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

[133] *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Aufl., WpHG § 2 Rn. 153; *Ritz* in Just/Voß/Ritz/Becker WpHG § 2 Rn. 189.

[134] Ebenso *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Aufl., WpHG § 2 Rn. 153 aE; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 81; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, 5. Aufl., WpHG § 2 Rn. 129; *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 175.

[135] *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 113.

[136] VGH Kassel, 9.4.2003 – 6 TG 3151/02 Rn. 13 (juris); *Ritz* in Just/Voß/Ritz/Becker WpHG § 2 Rn. 190.

[137] Ebenso die Ansicht der BaFin, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Signalgebung/signalgebung_node.html.

[138] *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Aufl., WpHG § 2 Rn. 153; *Auerbach,* Banken- und Wertpapieraufsicht, Rn. 116.

[139] Dazu *Schäfer/Sethe/Lang* → § 1 Rn. 14 f.; *Baumanns* BKR 2016, 366 ff.; *Darányi* in Möslein/Omlor S. 759 ff.; *Herresthal* in MüKoHGB, Vermögensverwaltung, 4. Aufl. 2019, Rn. 19; *Krimphove* BB 2018, 2691 ff.; *Kumpan* in Möslein/Omlor S. 739 ff.; *Linardatos,* Qualifizierung der Dienste von Robo Advisor im Kapitalanlagegeschäft und Wohlverhaltenspflichten, in: Linardatos S. 77 ff.; *Madel* Robo Advice S. 1 ff.; *Möslein* in Aggarwal/Eidenmüller/Enriques/Payne/van Zwieten S. 45 ff.; *Möslein/Lordt* ZIP 2017, 793;

mögensumschichtungen, sondern ein Algorithmus. Dies lässt den Entscheidungsspielraum nicht entfallen. Vielmehr sind die Entscheidungsparameter im Algorithmus niedergelegt und die menschlichen Entscheidungen damit gleichsam „vorverlagert". Dem trägt Art. 54 Abs. 1 UAbs. 2 DelVO 2017/565 Rechnung, wonach beim Robo-Portfoliomanagement die Verantwortung für die Durchführung der Eignungsbeurteilung bei der die Dienstleistung erbringenden Wertpapierfirma liegt. Diese darf sich gerade nicht nur auf den Einsatz eines elektronischen Systems beschränken.

ff) Vermögen „in Finanzinstrumenten" angelegt. Eine Finanzportfolioverwaltung liegt nur vor, wenn das zu verwaltende Vermögen ein oder mehrere der in § 1 Abs. 11 KWG definierten Finanzinstrumente enthält, also ua in- und ausländische **Aktien** in jeder Form, **Zertifikate,** die Aktien vertreten, **Schuldverschreibungen** (Bundesanleihen, Schatzanweisungen, Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, Optionsanleihen und Asset-Backed-Securities), **aktien- oder schuldverschreibungsähnliche Papiere** (zB Genussscheine), **Investmentanteile, Geldmarktinstrumente sowie Devisen und Rechnungseinheiten.** Erfasst sind auch **Derivate,** die das Gesetz näher umschreibt (vgl. § 1 Abs. 11 S. 4 KWG). **Anteile an Personengesellschaften** sind dagegen nur Finanzinstrumente, wenn diese mit Aktien vergleichbar sind. In § 7 Abs. 2 Nr. 1 InvG (jetzt § 20 Abs. 2 Nr. 1 KAGB) hat der Gesetzgeber sodann klargestellt, dass nicht nur die Verwaltung einzelner Finanzinstrumente den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung erfüllt, sondern auch **die Verwaltung von Investmentvermögen** (→ Rn. 53).[140] **74**

Der Gesetzgeber hat nach jahrzehntelangem Zögern 2009 auch die Anlagen des Grauen Kapitalmarkts aufsichtsrechtlich erfasst und zu diesem Zweck den Tatbestand der Finanzinstrumente um die **Vermögensanlagen** erweitert (§ 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG und § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG).[141] Er wollte jedoch Zweitmarktfonds ausdrücklich aus dem Tatbestand ausnehmen[142] und hat daher die Regelung des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 20 KWG geschaffen. Danach sind Unternehmen von Anwendungsbereich des KWG (und damit auch von dem des WpHG) ausgenommen,[143] die außer der Finanzportfolioverwaltung und der Anlageverwaltung keine Finanzdienstleistungen erbringen, sofern sich die Finanzportfolioverwaltung und Anlageverwaltung nur auf Vermögensanlagen iSd § 1 Abs. 2 VermAnlG oder von geschlossenen AIF iSd § 1 Abs. 5 KAGB beschränkt. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass der Finanzportfolioverwalter, der neben geschlossenen Fonds auch Finanzinstrumente iSd MiFID-Definition verwaltet, vom KWG selbstverständlich erfasst ist. **75**

Weder Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MiFID noch § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG verlangen, dass das zu verwaltende Kundenvermögen ausschließlich aus Finanzinstrumenten besteht.[144] Nicht verlangt wird auch, dass es einen **Mindestumfang** an zu verwaltenden Finanzinstrumenten aufweist, so dass – die übrigen Voraussetzungen (insbesondere die Gewerbsmäßigkeit) als gegeben unterstellt – bereits die Anschaffung eines ersten Finanzinstruments ausreicht, um den Tatbestand der Nr. 3 zu begründen.[145] Die bloße Absicht, das zu verwaltende Ver- **76**

beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Müssig, Aufsichts- und zivilrechtliche Anforderungen der digitalen Vermögensverwaltung bei einer Online-Abschlussmöglichkeit, in: Linardatos, S. 115 ff.; *Oppenheim/Lange-Hausstein* WM 2016, 1966 ff.; *Schäfer* in Schwintowski, Bankrecht, 6. Aufl., Kap. 20 Rn. 63 ff.

[140] Art. 6 Nr. 2a) des Gesetzes zur Änderung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes und anderer Gesetze v. 25.6.2009, BGBl. I 1528; s. dazu auch OVG Berlin 1.4.2010 – OVG 1 S 52.09 Rn. 12 (juris).

[141] Art. 3 Nr. 1 und 4 Nr. 2 des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011, BGBl. I 2481.

[142] BT-Drs. 17/7453, 73, 75.

[143] Sie unterfallen auch nicht § 34f GewO, da dort nur die Anlageberatung und Anlagevermittlung von Vermögensanlagen erfasst wird.

[144] BVerwG ZIP 2005, 385 (387); *Auerbach,* Banken- und Wertpapieraufsicht, Rn. 113; *Ritz* in Just/Voß/Ritz/Becker WpHG § 2 Rn. 182; *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 112.

[145] *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 174; missverständlich insoweit *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 113, wenn er meint, die Verwaltung eines Vermögensgegenstands reiche nicht aus.

mögen in Finanzinstrumenten anzulegen, reicht nach dem eindeutigen Wortlaut der Richtlinie und des Kreditwesengesetzes hingegen noch nicht aus. Die bloße Einräumung einer Vollmacht über ein reines Geldvermögen erfüllt daher noch nicht den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung, sondern ist eine bloße Vorbereitungshandlung, so dass der Tatbestand erst mit **Aufnahme der Überwachung** eines vorhandenen Portfolios von Finanzinstrumenten oder mit der **Erstanlage** von zur Verwaltung überlassenem Geld **und Aufnahme der Überwachungstätigkeit** erfüllt wird.[146] Überlässt ein Kunde dagegen ein Vermögen zur Verwaltung, das bereits aus Finanzinstrumenten besteht, ist mit Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrags und der darin liegenden Bevollmächtigung der Tatbestand der Nr. 3 erfüllt. Fehlt es dagegen an einer Gewinnerzielungsabsicht und damit an der Gewerbsmäßigkeit, kommt es für das Vorliegen des Tatbestands auf das Merkmal der Notwendigkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs an. Diesen bejaht die BaFin bei der Betreuung von drei Portfolios oder bei einem verwalteten Gesamtvermögen von mehr als 500.000,00 EUR (→ Rn. 50).

77 Die soeben entwickelte zeitliche Differenzierung hat für ohnehin schon zugelassene Finanzportfolioverwalter keine Bedeutung (sieht man einmal von den Rechtsfolgen ab, die sich aus dem Wertpapierhandelsgesetz für das Verhalten gegenüber dem neuen Kunden ergeben und die später darzustellen sind). Sie ist jedoch vor allem für Vermögensverwalter relevant, die sich auf Immobilien und andere Sachwerte spezialisiert haben und an die ein Kunde mit der Bitte herantritt, künftig einen Teil des Vermögens in Finanzinstrumente umzuschichten und diese zu verwalten. Entscheidet sich der Vermögensverwalter in einer solchen Situation, der Bitte des Kunden nachzukommen, löst bereits der Erwerb des ersten Finanzinstruments und die Überwachung dieses Wertes die aufsichtsrechtlichen Folgen aus. Da aufgrund der bisherigen Tätigkeit bereits die generelle Absicht besteht, Vermögen von Kunden auf Dauer und gegen Entgelt zu betreuen, verwirklicht er auch die für Finanzdienstleistungen geltenden allgemeinen Tatbestandsmerkmale des Betreibens und der Gewerbsmäßigkeit.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

78 **gg) Vermögen in Finanzinstrumenten „angelegt".** Der Tatbestand der Nr. 3 verwendet die Formulierung, dass das Vermögen des Kunden in Finanzinstrumenten „angelegt" sein muss. Das Schrifttum und auch die Gesetzesbegründung messen dieser Formulierung keine besondere Bedeutung zu, obwohl sie eine solche hat, denn die Leistung des Verwalters muss **zum Zwecke der Kapitalanlage** erfolgen. Nur über eine Einbeziehung der Zielsetzung des Geschäfts lässt sich die Finanzportfolioverwaltung ausreichend von anderen Geschäftsbesorgungen abgrenzen, insbesondere wenn diese einen treuhänderischen Charakter oder gar eine „Verwaltungskomponente" aufweisen. Mit der Regelung des § 1 Abs. 1a KWG sollte der Handel von Finanzinstrumenten in all seinen Facetten aufsichtsrechtlich erfasst werden, nicht aber auch andere Formen der Geschäftsbesorgung, bei denen zufällig auch Finanzinstrumente eine Rolle spielen, wie etwa eine im Rahmen einer Schuldenverwaltung erfolgende Veräußerung von Wertpapieren durch den dazu bevollmächtigten Gläubigerpool.[147]

79 Die Einbeziehung des **Zwecks der Verwaltung** war auch noch aus einem anderen Grund von besonderer Bedeutung. Nur mit Hilfe des von den Parteien verfolgten Zwecks ließ sich die Finanzportfolioverwaltung ausreichend von schuld- und gesellschaftsrecht-

[146] Vgl. → Rn. 59 f. sowie BGH ZIP 2003, 2354 (2358); BVerwG ZIP 2005, 385 (387); *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert, 7. Aufl., WpHG § 2 Rn. 149, 152; *Ritz* in Just/Voß/Ritz/Becker WpHG § 2 Rn. 181. Wohl auch *Auerbach,* Banken- und Wertpapieraufsicht, Rn. 114, der meint der Tatbestand sei bereits erfüllt, wenn das Vermögen lediglich einmalig angelegt werde.

[147] Bei derartigen Geschäften ist im Übrigen auch fraglich, ob die „Verwaltung" der Wertpapiere die nötige Dauerhaftigkeit aufweist, die eine gewerbsmäßige Vermögensverwaltung voraussetzt. Jedoch haben die Beispiele der Herstatt-Bank und der Metallgesellschaft gezeigt, dass Wertpapiergeschäfte, die zur Abwicklung oder Sanierung eines Unternehmens notwendig sind, umfangreich sein können und sich manchmal über Monate hinziehen. Wird ein externer Unternehmensberater mit einer solchen Sanierung beauftragt, rückt er daher leicht in die Nähe eines Finanzportfolioverwalters.

lichen Gestaltungen abgrenzen.[148] Allerdings hat das Tatbestandsmerkmal durch die Schaffung des Tatbestands der Anlageverwaltung (dazu → Rn. 42) die ihm insoweit zukommende Funktion verloren. Schuld- und gesellschaftsrechtlichen Gestaltungen, in die eine individuelle Vermögensverwaltung eingekleidet wird, sind seitdem in dem eigenen Tatbestand der Anlageverwaltung geregelt (→ Rn. 86 ff.). Dieser ist allerdings ausdrücklich als rein nationale Regelung gekennzeichnet, für die der Europäische Pass nicht gilt. Sollte ein anderer Mitgliedstaat gesellschaftsrechtliche Konstruktionen als Finanzportfolioverwaltung begreifen, könnte sich durchaus die Frage stellen, ob dieses Unternehmen seine Leistungen im Inland anbieten darf und die deutsche Sonderregelung daher nur für inländische Anbieter gilt.

hh) Ausnahmen. § 2 Abs. 6 S. 1 KWG nimmt zahlreiche Gestaltungen aus dem Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes aus. Für die Finanzportfolioverwaltung bedeutend ist die Nr. 10, wonach **Angehörige freier Berufe,** die einer Berufskammer in Form einer Körperschaft des Öffentlichen Rechts angeschlossen sind (Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Notare), nicht der Aufsicht unterfallen, wenn sie die Finanzdienstleistungen nur gelegentlich im Rahmen ihrer Berufstätigkeit erbringen. Das Tatbestandsmerkmal „gelegentlich" wird in Art. 4 der DelVO 2017/565[149] konkretisiert. **80**

Eine nur **„gelegentliche"** Erbringung von Finanzdienstleistungen liegt nach Meinung der Aufsicht[150] nur vor, wenn (1) zwischen dem Erbringen der Finanzdienstleistung und der jeweiligen berufstypischen Tätigkeit ein so enger Zusammenhang besteht, dass die Finanzdienstleistung als Teil davon anzusehen ist. Die Finanzdienstleistungstätigkeit muss zum Kernbereich der berufsständischen Aufgaben gehören; sie darf im Verhältnis zur sonstigen freiberuflichen Tätigkeit nur einen relativ geringen Umfang einnehmen. (2) Es kommt also nicht darauf an, welchen zeitlichen Umfang die freiberufliche einerseits und die vermögensverwaltende Tätigkeit andererseits hat. Dies ergibt sich nach Ansicht der BaFin auch aus der Formulierung, nach der lediglich das Erbringen „im Rahmen" eines Mandatsverhältnisses erlaubnisfrei ist, also zwischen dem Erbringen der Finanzdienstleistung und der beruflichen Tätigkeit ein **enger Zusammenhang** bestehen muss. Dass die Tätigkeit im freien Beruf nur den äußeren Anlass für das Erbringen der Finanzdienstleistungen gibt, reicht also nicht aus.[151] Die Finanzdienstleistung muss als Teil der berufstypischen Tätigkeit erscheinen. Es kommt entscheidend auf die Gesamtumstände des Einzelfalls und darauf an, welche Tätigkeiten das einschlägige Berufsrecht jeweils dem Kernbereich berufsständiger Aufgaben zuweist. (3) Weiterhin stellt die BaFin auf die zu § 18 Abs. 1 Nr. 3 EStG entwickelten Kriterien ab. Danach liegt eine gewerbsmäßige Tätigkeit vor, wenn sie sich wesensmäßig von der berufstypischen Tätigkeit unterscheidet. Sie muss zudem auf Dauer und mit Gewinnerzielungsabsicht betrieben werden. Fehlt es an der Gewerbsmäßigkeit, wird bei § 1 Abs. 1 S. 1 KWG normalerweise geprüft, ob die Finanzdienstleistungen in einem Umfang erbracht werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten **81**

beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

[148] *Sethe* Anlegerschutz S. 40 ff., 588 ff. Das Merkmal der „Kapitalanlage" betont nun auch *Zetzsche* Prinzipien S. 69 Text bei Fn. 84, 147 ff. Das BVerwG hat den Geschäftsführer einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die Gelder ihrer Gesellschafter in Finanzinstrumenten angelegt hatte, zu Recht als Vermögensverwalter eingeordnet, → Rn. 64 Fn. 114. Dabei hat das Gericht allerdings das Tatbestandsmerkmal „angelegt" nicht näher geprüft.

[149] Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission v. 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. 2017 L 87, 1 ff.

[150] *BaFin,* Merkblatt – Hinweise zur Bereichsausnahme für Angehörige freier Berufe v. 28.10.2010, zuletzt geändert am 5.9.2014.

[151] So auch VG Frankfurt a. M., Beschl. v. 28.1.2003 – 9 E 4091/02 (V), unveröffentlicht, zitiert nach dem Merkblatt der BaFin (vorige Fn.): Die vom „Kläger, einem Rechtsanwalt, wahrgenommene Tätigkeit als Finanzportfolioverwalter (…) [wurde] nicht im Rahmen seiner anwaltlichen Berufstätigkeit akzessorisch zu einzelnen Mandaten oder Rechtsberatungsaufträgen wahrgenommen, sondern [… stellt] sich nach Lage der Dinge als allgemeine Finanzportfolioverwaltung [dar], bei der der Finanzportfolioverwalter nur zufällig gleichsam daneben Anwalt [sei]".

Geschäftsbetrieb erfordert. Hierauf kommt es bei der Prüfung der Ausnahmebestimmung des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 10 KWG jedoch nach Ansicht der BaFin nicht an. Die Gewerbsmäßigkeit ist damit das einzige Kriterium zur Bestimmung der „nur gelegentlichen Erbringung von Finanzdienstleistungen".

82 **Beispiel** für eine nur gelegentliche, im Rahmen der Berufstätigkeit erbrachte Finanzdienstleistung ist die Verwaltung von Vermögen durch einen Notar, der ermächtigt wird, im Zusammenhang mit von ihm verwahrten Finanzinstrumenten Finanzdienstleistungen zu erbringen. Er handelt im Rahmen seiner Berufstätigkeit, wenn diese Tätigkeiten allein dem Sicherungsinteresse der am Verwahrgeschäft Beteiligten dienen. Nicht mehr unter die Ausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 10 KWG fallen nach Ansicht der BaFin die von Dritten initiierten Vertragswerke oder Gesamtkonzepte, in deren Rahmen ein Rechtsanwalt erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen erbringe. Es komme in diesem Zusammenhang nicht isoliert auf die Tätigkeit des Freiberuflers an, sondern darauf, welche Tätigkeit er im Rahmen des Gesamtkonzepts fördere.

83 Klarstellend hat die BaFin darauf hingewiesen, dass Finanzdienstleistungen, die Angehörige der freien Berufe im Rahmen eines **gesetzlichen Treuhandverhältnisses** – also nicht auf rechtsgeschäftlicher Grundlage – erbringen (zB Testamentsvollstreckung, Nachlassverwaltung, Vormundschaft, Pflegschaft, Betreuung, Zwangsverwaltung, Insolvenzverwaltung etz.), nicht in den Anwendungsbereich des KWG fallen, so dass es auf die Frage, ob die Ausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 10 KWG greift, nicht ankommt.

84 Demgegenüber fallen Vermögensverwaltungen, die von Angehörigen freier Berufe **auf rechtsgeschäftlicher Grundlage** erbracht werden, in den Anwendungsbereich des KWG und die BaFin verneint regelmäßig den Ausnahmetatbestand des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 10 KWG. Wenn auch Wirtschaftsprüfer nach § 2 Abs. 3 Nr. 3 WiPrO zur treuhänderischen Verwaltung und Steuerberater gemäß § 57 Abs. 3 StBerG zur Wahrnehmung fremder Interessen befugt seien, so sei jedoch bei der Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum im Normalfall keine unabhängige und unparteiliche, sondern eine gewerbliche Tätigkeit gegeben.

85 Um der BaFin die Möglichkeit zu geben, das Vorliegen des Ausnahmetatbestands zu prüfen, muss der Angehörige des freien Berufs die **maßgeblichen Fakten offenlegen** und kann sich gegenüber der BaFin nicht auf das **Berufsgeheimnis** berufen. Dies haben mehrere Gerichte, die die BaFin in ihrem Merkblatt[152] zitiert, entschieden.

beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

c) Die Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG)

86 Der mit Wirkung zum 25.3.2009 eingeführte[153] Tatbestand der Anlageverwaltung dient dazu, die Lücke im Anlegerschutz zu schließen,[154] die dadurch entstanden war, dass das Bundesverwaltungsgericht den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts eng ausgelegt und auf Kommissionsgeschäfte iSd §§ 383 ff. HGB beschränkt hatte (→ Rn. 41 f., 68). **Vermögensverwaltungen, die in Form von gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen gekleidet waren,** unterfielen deshalb nicht der Aufsicht.[155] Der Tatbestand erfasst „die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eine Gemeinschaft von Anlegern, die natürliche Personen sind, mit Entscheidungsspielraum, sofern dies ein

[152] *BaFin,* Merkblatt – Hinweise zur Bereichsausnahme für Angehörige freier Berufe v. 28.10.2010, zuletzt geändert am 5.9.2014.

[153] Art. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts v. 20.3.2009, BGBl. I 607. Dazu *von Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 ff., *Bärenz/Käpplinger* ZBB 2009, 277 ff.; *Klebeck/Kolbe* ZIP 2010, 215 ff.; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, 5. Aufl., WpHG § 2 Rn. 162 ff.; *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 1 ff.; *Schönemann* BKR 2010, 130 ff.; *Voge* WM 2010, 913 ff.; *Volhard/Wilkens* DB 2008, 2411 ff.

[154] Diese Lücke ist anschaulich beschrieben im RegE eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts, BT-Drs. 16/11130, 43.

[155] *BaFin,* Rundschreiben 7/2009 (WA) zu Änderungen des Kreditwesengesetzes für Finanzdienstleistungsunternehmen – Einführung des Erlaubnistatbestandes der Anlageverwaltung, § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG, v. 30.3.2009, WA 37 – Wp 2015-2009/0007.

Schwerpunkt des angebotenen Produktes ist und zu dem Zweck erfolgt, dass diese Anleger an der Wertentwicklung der erworbenen Finanzinstrumente teilnehmen". Diese Definition erfasst zivilrechtliche und gesellschaftsrechtliche Poollösungen, wie etwa Treuhandsammelkonten oder die Begebung von Genussscheinen und Gewinnschuldverschreibungen, die von einer juristischen Person emittiert wurden, bei denen die eingenommenen Gelder der Anleger in Finanzinstrumente investiert werden und sich die Gegenleistung der Anleger nach dem Erfolg dieser Investitionen richtet. Ebenfalls erfasst werden **Managed Certificates** sowie gesellschaftsrechtliche **Poollösungen.**

87 Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass das 2013 geschaffene KAGB – anders als das InvG – nun auch geschlossene Fonds enthält, wurde der Tatbestand der Anlageberatung deutlich eingeschränkt. Er erfasst nur noch die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten **außerhalb der Verwaltung eines Investmentvermögens** iSv § 1 Abs. 1 KAGB.[156] Die Anlageverwaltung ist nicht im WpIG (→ Rn. 178 ff.) geregelt und unterfällt daher der Erlaubnispflicht für **Finanzdienstleistungsinstitute nach dem KWG** (vgl. auch § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a KWG).

88 **aa) Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten.** Eine Anlageverwaltung setzt voraus, dass Finanzinstrumente (§ 1 Abs. 11 KWG, dazu → Rn. 74) „angeschafft und veräußert" werden. Der Tatbestand verwendet damit die gleiche Formulierung, die auch beim Finanzkommissionsgeschäft in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG gebraucht wird. Dort besteht Einigkeit, dass trotz der Verwendung des Wortes „und" der Tatbestand bereits dann erfüllt ist, wenn Instrumente entweder angeschafft *oder* veräußert werden.[157] Dass die Verwendung des Wortes „und" ein Redaktionsversehen darstellt, belegt ein Vergleich mit der parallelen Vorschrift des § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 1 WpHG, bei der anstelle des Wortes „und" ein „oder" verwendet wird. Gründe dafür, dass das Finanzkommissionsgeschäft in den beiden Gesetzen bei ansonsten gleichem Wortlaut unterschiedlich definiert werden sollten, sind nicht ersichtlich. Umso bedauerlicher ist es, dass dem Gesetzgeber bei der Formulierung des Tatbestands der Anlageverwaltung das gleiche Redaktionsversehen nochmals unterlaufen ist. Auch hier reicht es selbstverständlich aus, dass Finanzinstrumente **entweder angeschafft oder veräußert** werden.[158] Bedeutung hat diese Frage für die Bestimmung des Zeitpunkts der Aufnahme der Tätigkeit. Wollte man verlangen, dass Finanzinstrumente angeschafft *und* veräußert werden, wäre der Tatbestand noch nicht erfüllt, solange Anlegergelder nur investiert werden. Er griffe erst dann ein, wenn aus dem angeschafften Wertpapierbestand ein Finanzinstrument wieder veräußert würde. Vor dem Hintergrund der vom Gesetzgeber zutreffend beschriebenen Lücke im Anlegerschutz muss das Aufsichtsrecht aber bereits dann eingreifen, wenn Anleger dem Anlageverwalter Vermögenswerte zur Verwaltung anvertrauen. Die Parallele zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung ist offensichtlich. Dort reicht die Anschaffung eines Finanzinstruments und die Aufnahme der Überwachungstätigkeit (→ Rn. 76) aus, um den Tatbestand auszulösen.

89 Fraglich ist, ob der Tatbestand „Anschaffen und Veräußern" ein **ständiges Umschlagen,** also eine handelsähnliche Tätigkeit, meint oder ob es ausreicht, wenn ein einmaliges Erwerben und Halten längerfristig zum Zwecke der Anlage erfolgt. Da die Gesetzesbegründung davon ausgeht, dass der Anbieter der Anlageverwaltung „laufend" eine Vielzahl von „Geschäften" tätigt[159] und dies auch gefährlicher ist als eine Einmalanlage, spricht dies

[156] Art. 18 Nr. 2 lit. a aa des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 4.7.2013, BGBl. I 1981; zu dieser Ausnahme *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 9.

[157] *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Aufl., § 1 Rn. 193.

[158] *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 196; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, 5. Aufl., WpHG § 2 Rn. 164; *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 153; *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 8; *Voge* WM 2010, 913 (915).

[159] RegE des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts, BT-Drs. 16/11130, 43 „Vom Tatbestand nicht erfasst werden daher Fälle, in denen aufgrund der Verkaufsunterlagen nur im Einzelnen konkret festgelegte Finanzinstrumente angeschafft und veräußert werden dürfen, ohne laufend aktiv mit den Finanzinstrumenten zu handeln."

dafür, dass solche singulären Kapitalanlagen ohne Umschichtungsabsicht gerade nicht erfasst sein sollten.[160] Die Gegenansicht betont die Notwendigkeit eines Anlegerschutzes auch bei Einmalanlagen und lässt daher den Kauf von Finanzinstrumenten ausreichen, die zu Beginn der Verwaltung angeschafft und bei Laufzeitende veräußert werden.[161] Da der Tatbestand der Anlageverwaltung gerade die Umgehung der Finanzportfolioverwaltung verhindern sollte, reicht eine solche Einmalanschaffung gerade nicht aus, da hier regelmäßig auch der Entscheidungsspielraum des Verwalters fehlen wird. Eine dritte Ansicht betont, dass es auf die Absicht des fortlaufenden Handels ankomme, so dass die tatsächliche Häufigkeit des Umsatzes nicht maßgebend sei.[162] Hiergegen spricht jedoch, dass die Tatbestände von § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG, § 2 Abs. 8 WpHG das subjektive Element nur beim Merkmal des „Betreibens" von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen kennen und die übrigen Tatbestandselemente objektiv bestimmt werden.

90 Der Anbieter muss die Finanzinstrumente nicht selbst anschaffen, sondern kann sich hierzu der **Hilfe eines Dritten** bedienen.[163] Genau wie bei der Finanzportfolioverwaltung wird nicht vorausgesetzt, dass das zu verwaltende Vermögen ausschließlich in Finanzinstrumenten angelegt ist.[164] Schließlich ist von einer Anschaffung auch dann auszugehen, wenn diese **indirekt** erfolgt, indem Instrumente erworben werden, die selbst nicht Finanzinstrumente iSd § 1 Abs. 11 KWG sind, die aber ihrerseits in Finanzinstrumente investiert sind.[165]

91 **bb) Für eine Gemeinschaft von Anlegern, die natürliche Personen sind.** Der Tatbestand setzt voraus, dass die Dienstleistung für „eine Gemeinschaft von Anlegern" erbracht wird. Damit werden **mindestens zwei Personen** als Kunden des Anbieters vorausgesetzt.[166] Mit dem Wort „Gemeinschaft" sollte keine Bruchteilsgemeinschaft (§§ 741 ff. BGB) oder die Notwendigkeit einer gesellschaftsrechtlichen Verbundenheit umschrieben werden. Vielmehr ist jeder rechtliche oder faktische Zusammenschluss der Anleger in einem Anlagevehikel gemeint, gleichgültig, welche Rechtsform dieses hat.[167] Entscheidend ist, dass das Kundenvermögen gebündelt investiert wird. Denkbar sind daher sowohl gesellschaftsrechtliche Zusammenschlüsse der Anleger als auch die Bündelung des Kundengeldes in Treuhandvermögen, als Genussrechtskapital oder in Form von Schuldverschreibungen oder auch mittelbare Beteiligungen.[168] Bedauerlich ist, dass der Gesetzgeber den Begriff des Anlegers nicht näher definiert und damit Raum für die Frage lässt, ab wann statt von einer Anlage nun von einer unternehmerischen Beteiligung auszugehen ist.[169]

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

92 Mit dem Handeln „für" eine Gemeinschaft wird klargestellt, dass Anleger die Vor- und Nachteile, also die Risiken, aus den Anschaffungs- und Veräußerungsgeschäften tragen müssen.[170] Für diese Auslegung spricht auch das weitere Tatbestandsmerkmal, wonach der Zweck der Anlage in der **Teilnahme der Anleger an der Wertentwicklung von Finanzinstrumenten** bestehen muss. Dabei reicht es aus, wenn die Anleger nur **mittelbar**

---

[160] *Von Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1218); *Bärenz/Käpplinger* ZBB 2009, 277 (279); *Klebeck/Kolbe* ZIP 2010, 215 (216).

[161] *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 196; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, 5. Aufl., WpHG § 2 Rn. 164.

[162] *Assmann* in Assmann/Schneider, 6. Aufl., WpHG § 2 Rn. 121e (in der 7. Aufl. nicht mehr angesprochen).

[163] *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 8; *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 153 mwN.

[164] *BaFin,* Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlageverwaltung v. 13.10.2011, zuletzt geändert am 26.7.2013; *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 153.

[165] *BaFin,* Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlageverwaltung v. 13.10.2011, zuletzt geändert am 26.7.2013; *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, CRR-VO, 5. Aufl., § 1 Rn. 193.

[166] Hierzu und zum Folgenden RegE des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts, BT-Drs. 16/11130, 43; *von Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1219); *Bärenz/Käpplinger* ZBB 2009, 277 (280); *Schwennicke* in Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 155.

[167] *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 11.

[168] Zu letzteren *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 12.

[169] Kritisch auch *F. Schäfer* in Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB § 24 Rn. 10.

[170] RegE des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts, BT-Drs. 16/11130, 43.