

Rolf Sethe

## Die funktionale Auslegung des Bankaufsichtsrechts am Beispiel der Vermögensverwaltung im Treuhandmodell

### Inhaltsübersicht

I. Einleitung	(2) Maßgeblichkeit der entgegengenommenen Werte
II. Die erhöhte Gefährdung des Kundeninteresses	(3) Ausgestaltung des Rückzahlungsanspruchs
1. Gefahren aus einer fehlenden Vermögensstrennung	e) Zwischenfazit
2. Folgerisiken in Bezug auf Einlagensicherung und Anlegerentschädigung	3. Das Treuhandmodell als Finanzkommissionsgeschäft
3. Erhöhte Missbrauchsgefahr	a) Wortlaut
III. Vorgaben der MiFID	b) Entstehungsgeschichte
IV. Die Umsetzung in das deutsche Recht	c) Systematische Auslegung
1. Die fehlende Klarstellung durch den Gesetzgeber	d) Richtlinienkonforme Auslegung
2. Das Treuhandmodell als Einlagengeschäft	e) Zwischenfazit
a) Der ursprünglich weite Einlagenbegriff	f) Das Einschreiten des Gesetzgebers
b) Der enge Einlagenbegriff	4. Das Treuhandmodell als Depotgeschäft
c) Bauherrenmodelle	a) Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren
d) Annahme anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums	b) Das Tatbestandsmerkmal „für andere“
(1) Ausgangspunkt der Regelung	c) Zwischenfazit
	V. Ergebnisse

### I. Einleitung

*Uwe H. Schneider* ist einer der bekanntesten Vertreter des deutschen Gesellschafts- und des Kapitalmarktrechts. Breite und Tiefe seiner Veröffentlichungen zu beiden Themengebieten sprechen für sich. Beispielhaft genannt seien seine Kommentierungen im Scholz, GmbH-Gesetz, und im Assmann/Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, die höchste Anerkennung genießen. Darüber hinaus ist der Jubilar u. a. für seine ruhige und gelassene Art im ansonsten recht hektischen Wissenschaftsbetrieb bekannt. Gerade wegen dieser Eigenschaft ist es ein besonderes Erlebnis für einen Autor, von *Uwe H. Schneider* als Herausgeber betreut zu werden oder mit ihm gemeinsam zu veröffentlichen. Da macht Wissenschaft einfach Spaß und hierfür möchte ich meinen persönlichen Dank zum Ausdruck bringen.

Die Vermögensverwaltung ist – unter dem Gesichtspunkt der dem Vermögensverwalter eingeräumten schuld- und sachenrechtlichen Befugnisse – in zwei

Ausprägungen anzutreffen, nämlich in Form des Vertretermodells und in Form des Treuhandmodells. Beim Treuhandmodell in Gestalt der Verwaltungstreuhand übereignet der Vermögensinhaber das zu verwaltende Vermögen an den Vermögensverwalter, der es treuhänderisch für ihn verwaltet. Der Vermögensverwalter verfügt damit bei der Verwaltung über rechtlich eigenes, wirtschaftlich aber fremdes Vermögen. Dem Kunden steht ein Rückübertragungsanspruch zu, der mit dem Ende der Vermögensverwaltung fällig wird. Weiterhin denkbar ist die Ermächtigungstreuhand, bei der der Vermögensverwalter gemäß § 185 BGB ermächtigt ist, im eigenen Namen über das Vermögen seines Kunden zu verfügen. Bei dem in der deutschen Praxis weit überwiegend genutzten Vertretermodell hingegen bleibt der Auftraggeber Eigentümer des zu verwaltenden Vermögens und bevollmächtigt den Vermögensverwalter, die zur Verwaltung notwendigen Umschichtungen des Vermögens vorzunehmen. Der Vermögensverwalter handelt als offener Stellvertreter im Namen des Vermögensinhabers gemäß §§ 164ff. BGB.

Die Vermögensverwaltung von Finanzinstrumenten ist seit der 6. KWG-Novelle<sup>1</sup> als Finanzportfolioverwaltung erlaubnispflichtig. Dabei hat der Gesetzgeber es versäumt, die Frage zu klären, ob die Tatbestände des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG und des parallelen § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 WpHG beide Formen der Vermögensverwaltung erfassen. Dieser Problematik kommt deshalb besondere Bedeutung zu, weil die Schutzbedürftigkeit des Kunden im Treuhandmodell größer ist und sich daher die Frage stellt, ob man beide Formen aufsichtsrechtlich „über einen Kamm scheren“ sollte. Gleich drei neuere obergerichtliche Urteile<sup>2</sup>, eine jüngst geänderte Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)<sup>3</sup> sowie die 2009 erfolgte Einführung des Tatbestands der Anlageverwaltung in § 1 Abs. 1a KWG<sup>4</sup> geben Anlass, diese Thematik erneut<sup>5</sup> aufzugreifen. Zudem besteht aus Sicht ausländischer Vermögensverwalter, die aus Rechtsordnungen mit verbreiteter Nutzung des Trusts kommen und in Deutschland tätig werden wollen, Klärungsbedarf.

Hinter der konkreten Frage nach der aufsichtsrechtlichen Einordnung verbirgt sich noch ein zweites, viel grundsätzlicheres Problem. Es geht um die in den drei genannten Urteilen angesprochene Frage, ob man durch eine funktionale, also wirtschaftliche Betrachtungsweise die aufsichtsrechtlichen Tatbestände in § 1 Abs. 1, Abs. 1a KWG, § 2 Abs. 3 WpHG auf Konstellationen ausdehnen

---

1 Art. 1 Nr. 3 lit. b des Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften (im Folgenden Umsetzungs-gesetz) v. 22.10.1997, BGBl. I 1997, S. 2518. Dessen Art. 1 betraf die Änderung des KWG und wird daher auch als die 6. KWG-Novelle bezeichnet.

2 BVerwGE 130, 262 = WM 2008, 1359 = ZIP 2008, 911 – GAMAG; BVerwG, ZIP 2009, 1899; BGH, WM 2010, 262.

3 Merkblatt der BaFin, Hinweise zum Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts v. 18.3.2010.

4 Eingeführt durch Art. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts v. 20.3.2009, BGBl. I 2009, S. 607.

5 Der Diskussionsstand vor diesen Neuerungen findet sich bei *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 545 ff.

darf, die erkennbar der Umgehung von Erlaubnistatbeständen dienen. Die Umgehungsproblematik taucht regelmäßig dort auf, wo der Wortlaut einer Norm eng formuliert ist, ihr Sinn und Zweck aber eine weite Auslegung fordern. Uwe H. Schneider hat sich jüngst mit der Frage beschäftigt, wie man auf Umgehungen und missbräuchliche Gestaltungen im Kapitalmarktrecht reagieren soll<sup>6</sup>. Daher hoffe ich, dass die nachfolgenden Ausführungen sein Interesse finden.

## II. Die erhöhte Gefährdung des Kundeninteresses

### 1. Gefahren aus einer fehlenden Vermögenstrennung

Das Treuhandmodell erweist sich im deutschen Recht für den Kunden als deutlich risikoreicher, weil er sowohl bei Zwangsvollstreckungsmaßnahmen gegen den Vermögensverwalter als auch in dessen Konkurs schlechter geschützt ist als im Vertretermodell. Bei der Beurteilung, wann ein Treuhandverhältnis in der Zwangsvollstreckung und in der Insolvenz zur Drittwiderspruchsklage oder Aussonderung berechtigt, legt die Rechtsprechung eine streng sachenrechtlich geprägte Sichtweise an den Tag. Nach Ansicht des Reichsgerichts liegt eine (echte) Treuhand nur vor, wenn ein Übertragungsakt vom Treugeber auf den Treuhänder stattgefunden hat<sup>7</sup>. Zwar erkannte das Gericht später auch treuhänderische Pflichten in Fällen an, in denen es an einer unmittelbaren Übertragung vom Treugeber auf den Treuhänder fehlte<sup>8</sup> (Treuhandverhältnisse im weiteren Sinne<sup>9</sup>). Allerdings wurde ein Aussonderungsrecht nur bei der echten Treuhand gewährt. Das damit etablierte Erfordernis der Unmittelbarkeit führte zu einem weiteren Nachteil für die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells: Surrogate des Treuguts oder Gegenstände, die mit Mitteln des Treuguts erworben wurden, galten ebenfalls nicht als aussonderungsfähig<sup>10</sup>. Diese Rechtsprechung war und ist sehr um-

---

6 Uwe H. Schneider/Anzinger, Umgehung und missbräuchliche Gestaltungen im Kapitalmarktrecht oder – Brauchen wir eine § 42 AO entsprechende Vorschrift im Kapitalmarktrecht?, ZIP 2009, 1, 7 ff.

7 RGZ 84, 214, 217; bestätigt durch RGZ 91, 12, 16; 94, 305, 308; 127, 341, 344; 133, 84, 87; 153, 350, 353; JW 1925, 1760, 1762; JW 1926, 2571, 2572.

8 Vgl. etwa RG, JW 1926, 2571, 2572; RGZ 121, 294, 296; 160, 52, 59; RG, KTS 1929, 86 f. (Grundstückserwerb mit Mitteln des Treuguts); RG, LZ 1928, 1248 Nr. 6 (Erwerb von Grundstücken mit treuhänderisch überlassenem Geld).

9 Instruktiv RGZ 160, 52, 59.

10 RGZ 94, 305, 307 f.; 153, 366, 370; a. A. Schless, Mittelbare Stellvertretung und Treuhand, 1931, S. 62 ff.; wohl auch Heymann in FS Brunner, 1910, S. 473, 514 f. Bachem, Die rechtsgeschäftliche Verwaltungstreuhand nach geltendem Recht dargestellt auf der Grundlage der Ermächtigung, Diss. Heidelberg 1935, S. 7, 10, lehnt zwar das Unmittelbarkeitserfordernis ab, anerkennt aber trotzdem nicht die Surrogate (a. a. O., S. 56 f.) als aussonderungsfähig, da ein allgemeines Prinzip der Surrogation unbekannt sei. Haemmerle, Gutachten, in Verhandlungen des 36. DJT, Bd. 1, S. 632, 695, befürwortet die gesetzliche Anerkennung der Surrogation bei der Treuhand; Bachem, a. a. O., S. 57 f. befürwortet die gesetzliche Anerkennung des Direkterwerbs des Treuhänders für den Treugeber.

stritten<sup>11</sup>. Der Bundesgerichtshof hat bislang offen gelassen, ob er am Unmittelbarkeitsprinzip festhält<sup>12</sup>.

Vom Prinzip der Unmittelbarkeit macht die herrschende Ansicht bislang nur eine Ausnahme. Fehlt es an der unmittelbaren Übertragung, muss zumindest die treuhänderische Zweckbindung offenkundig sein, wie dies etwa bei Ander- oder Sonderkonten der Fall ist<sup>13</sup>. Diese Ausnahme hat für die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells Bedeutung, wenn das Vermögen auf Treuhandkonten oder in Treuhanddepots liegt. Das Kontoguthaben wird selbst dann als treuhänderisch verwaltet angesehen, wenn es von dritter Seite zugunsten des Vermögensinhabers überwiesen wurde<sup>14</sup>. Das Konto muss jedoch als Anderkonto oder als Sonderkonto erkennbar und damit vom übrigen Vermögen des Treuhänders getrennt sein<sup>15</sup>. Nicht ausreichend ist, dass die zugrunde liegende Vertragsbeziehung treuhänderischen Charakter hat, oder dass dem vermeintlichen Treugeber eine Zeichnungsbefugnis für das Konto des vermeintlichen Treuhänders eingeräumt wurde<sup>16</sup>. Das Geschäftsbesorgungs- und Auftragsrecht begründet nur schuldrechtliche Ansprüche. Sachenrechtlich wird hierdurch nicht ipso iure eine treuhänderische Position begründet<sup>17</sup>, sondern es bedarf eines gesonderten Aktes, etwa in Form der Eröffnung eines speziellen Kontos. Dies gilt auch hinsichtlich der Frage, ob der Bank an dem Guthaben ein Aufrechnungs-, Pfand- oder Zurückbehaltungsrecht zusteht. Konnte die Bank den Treuhandcharakter des Kontos nicht erkennen, stehen ihr das Aufrechnungs-, Pfand- oder Zurückbehaltungsrechte gegen den formellen Inhaber

11 Ablehnend etwa *Marwede*, Rechtsnatur und Außenschutz des Trust und der Treuhand, zugleich ein Beitrag zur Dringlichkeit und zum System subjektiver Privatrechte, Diss. Bonn 1972, S. 178 ff.; *Assfalg*, Die Behandlung von Treugut im Konkurs des Treuhänders – Rechtsvergleichende Studie zur Grenzbereinigung zwischen Schuld- und Treuhandverhältnis, 1960, S. 154 ff.; *Kötz*, Trust und Treuhand, eine rechtsvergleichende Darstellung des angloamerikanischen Trust und funktionsverwandter Institute des deutschen Rechts, 1963, S. 132 ff.; *Kötz* in Hayton, Modern International Developments in Trust Law, 1999, S. 59 f.; *G. Walter*, Das Unmittelbarkeitsprinzip bei der fiduziarischen Treuhand, 1974, S. 115 ff., 155; *Blaurock*, Unterbeteiligung und Treuhand an Gesellschaftsanteilen: Formen unmittelbarer Teilhabe an Gesellschaftsverhältnissen, 1981, S. 242 ff. (248: Bestimmtheitsgrundsatz macht Unmittelbarkeitsprinzip hinfällig); *Bitter*, Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung, 2006, S. 106; kritisch auch *Heinsius* in FS Henckel, 1995, S. 387 ff. m. w. N.

12 BGH, NJW 1993, 2622; BGHZ 155, 227, 231 = WM 2003, 1733, 1734. Diskutiert wurde auch eine teilweise gesetzliche Abschaffung des Prinzips, vgl. zu einem entsprechenden Referentenentwurf *Fleckner*, WM 2004, 2051 ff.

13 BGH, NJW 1954, 190 ff.; NJW 1959, 1223, 1225; NJW 1971, 559 f.; *Hess* in Hess, Insolvenzrecht, 2007, Bd. 1, § 47 InsO Rz. 245 ff.; *Lohmann* in HK-InsO, 5. Aufl. 2008, § 47 Rz. 23; *Brinkmann* in Uhlenbruck, InsO, 13. Aufl. 2009, § 47 Rz. 40; *K. Schmidt* in Kilger/K. Schmidt, Insolvenzgesetze KO/VglO/GesO, 17. Aufl. 1997, § 43 KO Anm. 9; *Smid* in Smid, Insolvenzordnung (InsO), 2. Aufl. 2001, § 47 Rz. 28; *Canaris*, NJW 1973, 825, 830 ff.; einschränkend aber die Formulierung von BGH, NJW 1993, 2622. Kritisch zur Rechtsprechung des BGH *Bitter* (Fn. 11), S. 102.

14 *K. Schmidt* in Kilger/K. Schmidt (Fn. 13), § 43 KO Anm. 9.

15 BGH, NJW 1971, 559, 560; OLG Hamburg, VersR 1988, 288, 289; *Coing* in FS Bärermann, 1975, S. 203, 209 f.

16 *Coing* (Fn. 15), S. 203, 209 f.

17 Vgl. etwa RG, JW 1925, 1760, 1762; BGH, NJW 1971, 559, 560.

zu und der vermeintliche Treugeber kann nicht einwenden, das Guthaben stehe ausschließlich ihm zu<sup>18</sup>. Dabei hat die Rechtsprechung richtigerweise festgestellt, dass der Bank keine Nachforschungspflicht hinsichtlich des Treuhandcharakters eines Kontos obliegt<sup>19</sup>.

## 2. Folgerisiken in Bezug auf Einlagensicherung und Anlegerentschädigung

Auch in Bezug auf die Einlagensicherung und Anlegerentschädigung erweist sich das Treuhandmodell für den Vermögensinhaber als risikoreicher. Die Einlagensicherung kennt Höchstgrenzen, die pro Kontoinhaber nur einmal zur Verfügung stehen. Wird das Kundenvermögen nicht vom Vermögen des Vermögensverwalters durch Errichtung separater Anderkonten und -depots getrennt, steht der in § 4 Abs. 2 EAEG festgelegte Höchstbetrag insgesamt nur einmal zur Verfügung. Wurde das Kundenvermögen jedoch vom Eigenvermögen getrennt und auf einem Treuhandkonto oder -depot gebucht, ist die Person des Treugebers und nicht die des Treuhänders (Vermögensverwalters) maßgebend<sup>20</sup>, so dass die Höchstbeträge pro Treugeber zur Verfügung stehen.

Bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells wird man – sowohl wegen des Unmittelbarkeitsprinzips als auch wegen der an die Person des Kunden gekoppelten Höchstgrenzen bei der Einlagensicherung – eine vertragliche Nebenpflicht zur Separierung des Kundenvermögens von dem des Vermögensverwalters und dem anderer Kunden bejahen müssen. Der Vermögensverwalter ist aufgrund der Interessenwahrungspflicht gehalten, die Gefährdung des Kundenvermögens so gering wie möglich zu halten.

## 3. Erhöhte Missbrauchsgefahr

Sowohl bei der Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells als auch bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells besteht die Gefahr missbräuchlicher Ausnutzung der Befugnisse, die der Vermögensinhaber dem Vermögensverwalter zugesteht. Das Missbrauchspotential ist bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells jedoch größer, denn nimmt jemand Verfügungen im eigenen Namen vor, darf der Vertragspartner davon ausgehen, dass das Geschäft keinen Beschränkungen durch Rechte Dritter unterliegt. Wird der Vermögensverwalter dagegen kraft einer Vollmacht tätig, muss der Vertragspartner in den Fällen, in denen sich der Missbrauch der Vollmacht geradezu aufdrängt, den Vollmachtgeber warnen<sup>21</sup>. Bei der Vollmachtsverwaltung ist daher eine etwas größere Chance vorhanden, dass Missbrauchsfälle aufgedeckt werden.

---

18 BGHZ 61, 72 ff.

19 BGHZ 61, 72, 78.

20 *Sethe* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 25 Rz. 94, 116.

21 Ausführlich dazu Assmann/Sethe in FS Westermann, 2008, S. 67 ff.

### III. Vorgaben der MiFID

Zwar wirken sich die geschilderten Unterschiede zwischen beiden Formen der Vermögensverwaltung nur in besonderen Situationen, wie der Insolvenz oder dem Missbrauch der Vertretungsmacht aus. Dennoch hat der Richtliniengeber sie zum Anlass genommen, den geschilderten Gefahren durch spezielle Regelungen zu begegnen. Art. 13 Abs. 7 und 8 MiFID<sup>22</sup> und Art. 16 Abs. 1 lit. e) MiFID-DFRL<sup>23</sup> schreiben Organisationspflichten vor, um eine Trennung des Kundenvermögens von dem anderer Kunden und von dem des Wertpapierdienstleistungsunternehmens sicherzustellen. Bezweckt ist der Schutz des Kunden in der Insolvenz des Intermediärs oder eines anderen Kunden sowie der Schutz vor Missbrauch durch den Intermediär. Diese Pflicht ist im Aufsichtsrecht in § 34a WpHG verankert worden und sichert damit aufsichtsrechtlich die parallel bestehende vertragliche Pflicht (siehe oben) ab. Außerdem schreibt Art. 5 Abs. 1 und 3 der Kapitaladäquanzrichtlinie<sup>24</sup> ein erhöhtes Mindestanfangskapital vor, wenn das Institut die Befugnis hat, sich Besitz oder Eigentum an Kundenvermögen zu verschaffen.

Diese beiden Regelungen stellen keine Besonderheiten dar, die nur für das Treuhandmodell in die Richtlinie aufgenommen wurden. Vielmehr hat der europäische Gesetzgeber sie für alle Finanzdienstleistungen vorgeschrieben. Zudem unterscheidet weder die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>25</sup> noch die MiFID in ihrem Anhang mit der Liste der erfassten Dienstleistungen zwischen den verschiedenen Formen der Vermögensverwaltung. Vor dem Hintergrund dieser Regelungsstruktur in der MiFID und der Kapitaladäquanzrichtlinie liegt die Schlussfolgerung auf der Hand, dass der europäische Gesetzgeber nicht zwischen verschiedenen Formen der Vermögensverwaltung unterscheiden und damit auch das Treuhandmodell als Finanzportfolioverwaltung qualifizieren wollte.

Daraus lässt sich jedoch nicht ableiten, dass auch der deutsche Gesetzgeber diese Einordnung übernommen hat, denn er setzte weder die Bankenrichtlinie noch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die sie ersetzende MiFID im Verhältnis 1:1 um. Vielmehr hat er den Einlagenbegriff gegenüber der Banken-

22 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 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. EG Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1. Dazu etwa *Balzer*, ZBB 2003, 177 ff.; *Sethe* (Fn. 5), S. 477 ff.

23 Richtlinie 2006/73/EG der Kommission v. 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG 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. EU Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 26.

24 Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.6.2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung), ABl. EU Nr. L 177 v. 30.6.2006, S. 201.

25 Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über Wertpapierdienstleistungen v. 10.5.1993 (93/22/EWG), ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27 = AG 1993, 394 ff.; dazu *Grottke*, EuZW 1993, 440; *Jentsch*, WM 1993, 2189 ff.; *Schäfer*, AG 1993, 389 ff.

richtlinie stark erweitert<sup>26</sup> und verzichtet darauf, den Begriff des Kreditinstituts als Betreiben des Einlagen- und Kreditgeschäfts anzusehen; ausreichend ist das Betreiben des Einlagen- oder Kreditgeschäfts. Zudem ordnete er die Abwicklung von Aufträgen in eigenem Namen für Rechnung von Kunden, die die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie als Finanzdienstleistung begriff (Anhang A Nr. 1 lit. b), gerade nicht als solche, sondern als Bankgeschäft ein. Mit der Umsetzung der MiFID hat er an dieser Einordnung festgehalten. Grund hierfür war die nach Ansicht des deutschen Gesetzgebers höhere Gefährlichkeit von Geschäften im eigenen Namen für fremde Rechnung (dazu nachfolgend IV. 3. c). Wegen des fehlenden Gleichlaufs von europäischem Recht und den Definitionen in § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG, § 2 Abs. 3 WpHG ist daher eine richtlinienunabhängige Auslegung dieser Tatbestände geboten, um bestimmen zu können, wie die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells zu qualifizieren ist.

#### IV. Die Umsetzung in das deutsche Recht

##### 1. Die fehlende Klarstellung durch den Gesetzgeber

Bei der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie hat sich der deutsche Gesetzgeber leider nicht ausdrücklich zu der Frage geäußert, ob er die beiden Formen der Vermögensverwaltung als Finanzdienstleistung i. S. d. § 1 Abs. 1a KWG begreift oder ob er nur die Vermögensverwaltung im Vertretermodell als Finanzdienstleistungen einordnet und diejenige in Form des Treuhandmodells als Bankgeschäft ansieht<sup>27</sup>. In der Gesetzesbegründung findet sich einzig der Hinweis, dass der Finanzportfolioverwalter die Wertpapiere nicht verwahren dürfe, da er andernfalls das Depotgeschäft betreibe<sup>28</sup>. Diese gesetzgeberische Zurückhaltung war umso bedauerlicher als bereits vor der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ein Streit darüber bestand, ob die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells ein Bankgeschäft darstellte<sup>29</sup>. Insbesondere die damalige Aufsichtsbehörde, das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, sah im vergleichbaren Fall des Bauherrenmodells die Entgegennahme fremden Vermögens zur treuhänderischen Verwaltung und zur Anlage bei Kreditinstituten als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 KWG a. F. an<sup>30</sup>.

---

26 Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 3. Aufl. 2008, § 1 Rz. 11 f.

27 RegE 6. KWG-Novelle, BR-Drucks. 963/96, S. 56, 62 f., 66.

28 RegE 6. KWG-Novelle, BR-Drucks. 963/96, S. 66.

29 Miebach, DB 1991, 2069, 2070 f.; Kienle in Bankrechts-Handbuch, 1. Aufl. 1997, § 111 Rz. 6; Schäfer in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 2. Aufl. 2004, § 19 Rz. 23; Haug in Szagunn/Haug/Ergenzinger, KWG, 6. Aufl. 1997, § 1 Rz. 18; Schäfer in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 28 Rz. 11 m. w. N.; Fiala/Behrendsen, Rpfleger 1997, 281, 282; a. A. aber Schönle, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl. 1976, § 20 IV 1 = S. 291; Reischauer/Kleinhans, KWG, Lfg. 2/87, § 1 Rz. 14; Roll, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1983, S. 74.

30 Zur Auslegung dieser Norm durch das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen siehe BVerwGE 69, 120 = WM 1984, 1364 ff. Die Einordnung treuhänderischer Geschäfte unter den Einlagenbegriff bezweifelt mit guten Gründen aber OVG Berlin, WM 1984, 865, 867; a. A. auch VG Berlin, WM 1986, 879, 883.

Der Meinungsstreit zur Einordnung der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells besteht bis heute fort. Das ganz überwiegende Schrifttum zu § 1 KWG nimmt – mitunter ohne nähere Begründung – an, es handle sich um ein Einlagengeschäft<sup>31</sup> oder zumindest um ein Finanzkommissionsgeschäft<sup>32</sup>. Zum Teil wird auch das Depotgeschäft pauschal bejaht<sup>33</sup>. Demgegenüber verneinen die Kommentatoren von § 2 WpHG – zumeist allerdings ohne nähere Begründung – jeglichen aufsichtsrechtlichen Unterschied zwischen beiden Formen der Vermögensverwaltung<sup>34</sup>.

Im Folgenden wird daher geprüft, ob die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells unter eines der in § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG genannten Bankgeschäfte fällt. Auf die allgemeinen Voraussetzungen eines Bankgeschäfts in § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG (Unternehmensbegriff, Gewerbsmäßigkeit etc.) ist nicht näher einzugehen, da sie auf die vorliegend untersuchte Frage keinen Einfluss haben<sup>35</sup>.

## 2. Das Treuhandmodell als Einlagengeschäft

### a) Der ursprünglich weite Einlagenbegriff

Mit dem Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG) wird die Annahme fremder Gelder als Bankgeschäft erfasst. Das Kreditwesengesetz definiert den Begriff der Einlage nicht. Die Abgrenzung der Einlagengeschäfte von anderen Dienstleistungen erfolgt daher im Wege einer Gesamtbetrachtung aller für die Investition maßgeblichen Umstände unter Berücksichtigung der bankwirt-

31 *Balzer* in *Derleder u. a.*, Handbuch Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 51 Rz. 8; *Ekkenga* in *MünchKomm.HGB*, 2. Aufl. 2009, Effktengeschäft, Rz. 114; *Haug* (Fn. 29), § 1 Rz. 18; *Kienle* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 111 Rz. 6; *Miebach*, DB 1991, 2069, 2070f.; *Schäfer* in *Schwintowski/Schäfer* (Fn. 29), § 19 Rz. 23; wohl auch *Schäfer* in *Assmann/Schütze* (Fn. 20), § 23 Rz. 13; a. A. aber *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 310 ff.; *Schönle* (Fn. 29), § 20 IV 1 = S. 291; *Reischauer/Kleinhaus*, KWG, Lfg. 2/87, § 1 Rz. 14; *Roll* (Fn. 29), S. 74f.; offen *Brunner*, Vermögensverwaltung, S. 80f. Nach Fallgestaltungen differenzierend und sehr restriktiv *Sethe* (Fn. 5), S. 548 ff.

32 *Balzer*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1999, S. 62; *Balzer* in *Handbuch Bankrecht* (Fn. 31), § 51 Rz. 8; *Kienle* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 111 Rz. 6; *Schäfer*, ZBB 2000, 150, 151; *Schäfer* in *Schwintowski/Schäfer* (Fn. 29), § 19 Rz. 23; *Sethe* (Fn. 5), S. 560 ff.; a. A. *Kümpel/Bruski* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 104 Rz. 10; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rz. 10.8, 10.15; im Ergebnis auch *Hopt* in *Baumbach/Hopt*, HGB, 34. Aufl. 2010, (7) BankGesch. Q 1, U 1 (jeweils pauschal bezogen auf jede Form der Vermögensverwaltung ohne Differenzierung zwischen Treuhand- und Vertretermodell).

33 *Müller* in *Schäfer/Müller*, Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen, 1999, Rz. 206; *Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, § 21 Rz. 15; *Kienle* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 111 Rz. 6; a. A. *Balzer*, Vermögensverwaltung (Fn. 32), S. 62; *Balzer* in *Handbuch Bankrecht* (Fn. 31), § 51 Rz. 8; nach Fallgestaltungen differenzierend und sehr restriktiv *Sethe* (Fn. 5), S. 572 ff.

34 *Assmann* in *Assmann/Uwe H. Schneider*, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 2 Rz. 104; *Beck* in *Schwarck*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 33; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. Loseblatt (Stand Nov. 2009), § 2 WpHG Rz. 80; *Versteegen* in *KölnKomm.WpHG*, 2007, § 2 Rz. 150.

35 Vgl. statt dessen *Sethe* (Fn. 5), S. 546 f.

schaftlichen Verkehrsauffassung<sup>36</sup>. Abgestellt wird auf die für eine Einlage typischen Kennzeichen<sup>37</sup>, wobei die Aufsicht eine weite Auslegung des Einlagenbegriffs vornimmt, um einen möglichst großen Anlegerschutz sicherzustellen. Eine Einlage liegt etwa vor, wenn ein Unternehmen Bargelder oder Buchgelder von einer Vielzahl von Personen entgegennimmt, die selbst keine Kreditinstitute sind. Ziel dieser Annahme muss eine unregelmäßige Verwahrung, ein Darlehen u.ä. sein, also die jederzeitige Rückzahlbarkeit (nach Fälligkeit) voraussetzen. Um hierbei eine Abgrenzung zum Kreditgeschäft (auf Seiten des Geldgebers) zu ermöglichen, muss die Entgegennahme der Gelder ohne schriftlichen Kreditvertrag und ohne Bestellung banküblicher Sicherheiten erfolgen.

Anhand dieser Kriterien subsumierte das herrschende Schrifttum die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells als Einlagengeschäft<sup>38</sup>. Abgestellt wurde auf den Umstand, dass der Vermögensverwalter fremde Gelder entgegennahm und in eigenem Namen anlegte. Dabei ging man davon aus, dass eine Einlage ihren Charakter auch nicht dadurch ändert, dass das Unternehmen die eingenommenen Beträge zum Erwerb von Finanzinstrumenten verwendet<sup>39</sup>. Grundlage dieser weiten Sichtweise war der Umstand, dass es für den Einlagenbegriff nicht darauf ankam, welchen Zweck der Kunde mit seiner Einzahlung verfolgte.

#### b) Der enge Einlagenbegriff

Diese weite Auslegung korrigierte das Bundesverwaltungsgericht in der Entscheidung „BMW-Namenschuldverschreibungen“. Die Annahme fremder Gelder müsse auf Seiten des Unternehmens „als Einlage“, d. h. mit der Absicht erfolgen, die Mittel für eigene Zwecke – also zur Finanzierung seines Aktivgeschäfts – zu verwenden<sup>40</sup>. Der Auffassung des Bundesverwaltungsgerichts schlossen sich der Bundesgerichtshof<sup>41</sup> und mehrere Instanzgerichte<sup>42</sup> an.

Legt man dieses Kriterium zugrunde, fehlt bei der Wertpapiervermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells eine solche Zielsetzung, da die Gelder ausschließlich zugunsten des Kunden verwendet werden, indem der Vermögensverwalter sie im Interesse des Kunden möglichst ertragreich in Wertpapieren

---

36 VG Berlin, DB 1999, 1377, 1378 mit zust. Anm. *Zundel*, EWiR 1999, 1071 f. sowie *Demgensky/Erm*, WM 2001, 1445, 1450.

37 Zum Folgenden BVerwGE 69, 120, 126 = WM 1984, 1364 ff.; BGHZ 90, 310, 313 ff.; 129, 90 ff. = WM 1995, 874 ff.; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 32 ff.; *Haug* (Fn. 29), § 1 Rz. 17 ff.; *Bähre/Schneider*, KWG, 3. Aufl. 1986, § 1 Anm. 7.

38 Vgl. die Nachweise in Fn. 29.

39 Ausdrücklich *Pröhl*, Kreditwesengesetz, Loseblatt 1962 ff., § 1 S. 12.

40 BVerwGE 69, 120, 126 = WM 1984, 1364, 1367 f. Kritisch dazu *Bähre/Schneider* (Fn. 37), § 1 Anm. 7.

41 BGHZ 129, 90, 94 ff. = WM 1995, 874, 875, mit im Ergebnis zust. Anm. von *Blaszcok*, WuB I L 1 § 3 KWG 1.95; sehr kritisch dagegen *Wallat*, NJW 1995, 3236 f.

42 Ausführlich etwa die Erwägungen des VG Berlin, WM 1986, 879, 882 mit zust. Anm. von *Heymann*, WuB I L 1. § 1 KWG 1.86 und mit Anm. *Wagner* BB 1986, 967. Siehe auch OVG Berlin, WM 1984, 865, 867 (summarische Prüfung im einstweiligen Rechtsschutz). Kritisch zur funktionalen Verknüpfung von Passiv- und Aktivgeschäft aber VG Berlin, DB 1999, 1377, 1379 mit Anm. *Zundel*, EWiR 1999, 1071 f.

anlegt und vermehrt. Ein Teil des Schrifttums zur Vermögensverwaltung übernahm die von der Rechtsprechung entwickelte engere Definition der Einlage und ging davon aus, dass die treuhänderische Vermögensverwaltung deshalb nicht dem Einlagenbegriff unterfalle<sup>43</sup>. Die überwiegende Auffassung hielt dagegen an der vom damaligen Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen entwickelten gegenteiligen Auffassung fest<sup>44</sup>; bisweilen wurde das Vorliegen eines Einlagengeschäfts selbst für Fälle behauptet, in denen nicht Buch- oder Bargeld, sondern sonstige Vermögenswerte, wie etwa Wertpapiere, treuhänderisch auf den Vermögensverwalter übertragen wurden<sup>45</sup>.

### c) Bauherrenmodelle

Mit dem Aufkommen der Bauherrenmodelle stellte sich erneut die Frage, ob der Einlagenbegriff alle treuhänderischen Gestaltungen erfasste. Das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen bejahte zunächst den Tatbestand des Einlagengeschäfts. Die Rechtsprechung und später auch maßgebliche Kommentatoren verneinten dagegen zu Recht den Einlagenbegriff für Gestaltungen, bei denen ein Treuhänder fremde Gelder zwar entgegennahm, sie aber unmittelbar danach auf ein Treuhandkonto bei einem Kreditinstitut weiterleitete. Denn das Unternehmen wirtschaftete nicht selbst mit diesen Geldern. Vielmehr kämen die Erträge allein dem Kunden zugute<sup>46</sup>.

Diese sich als herrschend durchsetzende Sichtweise traf auch auf die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells zu, da der Vermögensverwalter die Gelder für Rechnung der Kunden in Effekten anlegte. Allerdings hielt das genannte Schrifttum zur Vermögensverwaltung unbeirrt an seiner gegenteiligen Auffassung fest.

### d) Annahme anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums

#### (1) Ausgangspunkt der Regelung

Um die Geschäfte auf dem Grauen Kapitalmarkt auszutrocknen, führte der Gesetzgeber mit der 6. KWG-Novelle einen Auffangtatbestand der Annahme

43 So etwa *Nirk*, Kreditwesengesetz, 11. Aufl. 1999, S. 30. Im Ergebnis stimmt auch *Kümpel* (Fn. 32), Rz. 3.14, dieser Rechtsprechung zu, äußert sich aber nicht speziell zur Vermögensverwaltung.

44 *Balzer*, Vermögensverwaltung (Fn. 32), S. 60f.; *Haug* (Fn. 29), § 1 Rz. 18; *Kienle* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 111 Rz. 6; *Miebach*, DB 1991, 2069, 2070f.; *Schäfer* in *Schwintowski/Schäfer* (Fn. 29), § 19 Rz. 23; *Schäfer* in *Assmann/Schütze* (Fn. 20), § 28 Rz. 11 m. w. N.; *Schäfer*, ZBB 2000, 150, 151; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 39.

45 Etwa *Balzer*, Vermögensverwaltung (Fn. 32), S. 60f.; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 3. Aufl. 2003, § 6 Rz. 43b; wohl auch *Kienle* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 111 Rz. 6.

46 BGHZ 125, 366, 380f. = WM 1994, 896, 900; OVG Berlin, WM 1984, 865, 867 (summarische Prüfung im einstweiligen Rechtsschutz); *Reischauer/Kleinhans*, KWG, Lfg. 2/87, § 1 Rz. 14; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 40; *Bähre/Schneider* (Fn. 37), § 1 Anm. 5 (die allerdings darauf hinweisen, dass in diesem Fall zu prüfen sei, ob der Vermögensverwalter Zweigstelle des Instituts ist). Die Vertreter dieser Ansicht sind heute durch § 34a WpHG bestätigt, der der Umsetzung des Art. 10 Abs. 1 Satz 2 Spiegelstriche 2 und 3 WDRL diente (jetzt Art. 13 Abs. 7 und 8 MiFID).

anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG ein. Mit dem Tatbestandsmerkmal „des Publikums“ werden Gelder verbundener Unternehmen aus dem Einlagengeschäft ausgeschlossen. Mit dieser Neuregelung korrigierte der Gesetzgeber faktisch die einschränkende Rechtsprechung, die auf das Merkmal „als Einlage“ und damit auf den von den Parteien verfolgten Zweck des Geschäfts abstellte. Für den neuen Tatbestand kommt es gerade nicht mehr auf ein subjektives Kriterium an<sup>47</sup>.

Ob sich aus der Einführung des Tatbestands der „unbedingt rückzahlbaren Gelder“ Konsequenzen in Bezug auf die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells ergeben, ist streitig: *Nirk*, der die von der Rechtsprechung entwickelte Einschränkung des Einlagenbegriffs begrüßt hatte und deshalb die treuhänderische Vermögensverwaltung vom Einlagenbegriff als nicht erfasst ansah, betont nun, dass diese Ansicht durch die Einführung des Tatbestands der rückzahlbaren Gelder überholt sei<sup>48</sup>. Andere Autoren lassen offen, ob sie die von der Rechtsprechung entwickelte Einschränkung des Einlagenbegriffs gutheißen. Sie sehen in der Annahme von Treuhandgeldern – und damit auch die Vermögensverwaltung im Treuhandmodell – aufgrund der Neufassung der Norm ein Einlagengeschäft<sup>49</sup>. Eine dritte Ansicht geht davon aus, dass Treuhandgeschäfte kein Einlagengeschäft darstellen, wenn der Rückzahlungsanspruch bedingt sei<sup>50</sup>. Diese Ansicht erweist sich aufgrund folgender Überlegung als überzeugend:

## (2) Maßgeblichkeit der entgegengenommenen Werte

Der Wortlaut des Tatbestands der „anderen rückzahlbaren Gelder“ setzt die Übereignung von Geld voraus. Die Treuhandvermögensverwaltung kann also nur erfasst sein, wenn an den Vermögensverwalter *Gelder* und nicht sonstige Vermögenswerte, wie Wertpapiere, übereignet werden<sup>51</sup>.

## (3) Ausgestaltung des Rückzahlungsanspruchs

Für das Vorliegen „anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums“ kommt es weiterhin auf die konkrete Vereinbarung hinsichtlich des Rückzahlungsanspruchs an. Um den Tatbestand zu erfüllen, muss der Vermögensverwaltungsvertrag einen unbedingten Rückzahlungsanspruch auf *Geld* gewähren. Nicht ausreichend ist es, bei Beendigung der Vermögensverwaltung eine Herausgabe der Finanzinstrumente zu vereinbaren. Wird dagegen eine Auszahlung in Form eines Geldanspruchs (berechnet nach dem Markt- oder Kurswert der

---

47 BR-Drucks. 963/96, S. 62; ebenso *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 38, 42; *Schwennicke* in *Schwennicke/Auerbach*, KWG, 2009, § 1 Rz. 24.

48 *Nirk* (Fn. 43), S. 30f., der dabei allerdings nicht ausdrücklich auf die Frage zurückkommt, wie er die Vermögensverwaltung nach neuer Rechtslage einordnet.

49 *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 39; *Schäfer*, *Bankrecht und Bankpraxis*, Loseblatt 1979 ff., Rz. 11/13 und 11/14.

50 *Sethe* (Fn. 5), S. 553 ff.

51 So ausdrücklich *Plück/Schmutzler/Kühn*, *Kapitalmarktrecht*, 2. Aufl. 2003, S. 18 oben.

verwalteten Vermögensobjekte) vereinbart, steht dem Kunden ein Rückzahlungsanspruch im Sinne des Gesetzes zu.

In diesem Fall kommt es darauf an, ob dieser Anspruch *bedingt* oder *unbedingt* ausgestaltet wurde. Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass der recht unglücklich gewählte Begriff „bedingt“ sich nicht auf die Vereinbarung einer Kündigungsmöglichkeit oder der Fälligkeit bezieht<sup>52</sup>. Vielmehr knüpft er an das Ausmaß des mit der Kapitalüberlassung verbundenen unternehmerischen Risikos an. Wird dem Anleger versprochen, dass er das überlassene Kapital am Ende der Laufzeit oder bei Kündigung zurückerhält, ist diese Anlage einer festverzinslichen Einlage vergleichbar<sup>53</sup>. Sie ist „unbedingt“. Hängt die Höhe des Rückzahlungsanspruchs dagegen vom wirtschaftlichen Erfolg ab, den das Unternehmen mit dem überlassenen Kapital während der Laufzeit erzielt, und/oder ist das Kapital im Falle der Liquidation des Unternehmens nachrangig, handelt es sich um einen bedingten Rückzahlungsanspruch, der nicht unter die Nr. 1 fällt<sup>54</sup>. Es kommt damit, wie auch bei den übrigen Tatbeständen des § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG, auf eine funktionale Betrachtung an.

*Loritz* wendet gegen diese in der Gesetzesbegründung vorgenommene Unterscheidung ein, das Unterscheidungskriterium des mit der Kapitalüberlassung verbundenen wirtschaftlichen Risikos sei untauglich. Schließlich unterlägen alle einem Unternehmen überlassenen Gelder einem wirtschaftlichen Risiko, nämlich dem der Insolvenz<sup>55</sup>. Diese Betrachtung erweist sich als zu pauschal, denn es lassen sich durchaus verschiedene Arten von Risiken unterscheiden. Wie die Gesetzesbegründung belegt, meinte der Gesetzgeber der 6. KWG-Novelle allein solche Risiken, die einer vertraglichen Vereinbarung zugänglich sind, also die Absprache über eine Verlustteilnahme beimwerbenden Unternehmen oder über die Nachrangigkeit im Falle der Auflösung und Liquidation. Das Tatbestandsmerkmal „unbedingt“ bezieht sich also gerade nicht auf das Insolvenzrisiko im Allgemeinen. Denn Letzteres kann in der Tat kein Unterscheidungsmerkmal sein, da dieses Risiko gleichermaßen Einlagen bei Banken und Kapitalüberlassungen an Unternehmen anhaftet und zwar unabhängig davon, ob eine Teilnahme am Verlust vertraglich vereinbart war oder nicht<sup>56</sup>. Es kommt also allein darauf an, ob der Anleger sich vertraglich dahingehend bindet, dass die Höhe seines Rückzahlungsanspruchs vom wirtschaftlichen Erfolg eines Emittenten abhängen soll oder ob vereinbart wurde, dass der Rückzahlungsanspruch eine feste Höhe hat. Die vom Gesetzgeber eingeführte Un-

---

52 So aber offenbar *Loritz*, ZIP 2001, 309, 313 re. Sp. oben; zu Recht a.A. *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 42.

53 BR-Drucks. 963/96, S. 63; VG Berlin, DB 1999, 1377 ff. mit Anm. *Zundel*, EWiR 1999, 1071 f.; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 42; *Plück/Schmutzler/Kühn* (Fn. 51), S. 18 ff.

54 BR-Drucks. 963/96, S. 63; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 42.

55 *Loritz*, ZIP 2001, 309, 313 li. Sp. unten.

56 Letztlich muss auch *Loritz*, ZIP 2001, 309, 314 li. Sp. oben, zugeben, dass es Gestaltungen gibt, die einer festverzinslichen Einlage gleichen. Zudem räumt er ein (a.a.O., S. 313 re. Sp. unten), dass es dem Gesetzgeber offensichtlich nicht auf Kündigungsmöglichkeiten und Fälligkeiten ankam.

terscheidung erweist sich damit entgegen der Ansicht von *Loritz* als tauglicher Maßstab, um bestimmte Anlageformen einer Aufsicht zu unterwerfen<sup>57</sup>.

Überträgt man die vom Gesetzgeber vorgenommene Unterscheidung auf die Vermögensverwaltung, kommt es entscheidend darauf an, wie die Parteien den Rückzahlungsanspruch ausgestaltet haben. Ist der Vermögensverwalter nach den Anlagerichtlinien ermächtigt, auf Rechnung des Kunden auch solche Geschäfte vorzunehmen, bei denen ein Verlust möglich ist, fehlt ein unbedingter Rückzahlungsanspruch. Dies wird bei der Anlage in Wertpapieren regelmäßig der Fall sein. Ist in den Anlagerichtlinien dagegen vereinbart, dass das treuhänderisch überlassene Kundenvermögen ausschließlich in Form von Spareinlagen, Termingeldern u.ä. angelegt werden darf, trägt der Kunde faktisch kein unternehmerisches Verlustrisiko. Die Anlage ähnelt so stark einer banküblichen Zinsvereinbarung, dass von einem unbedingten Rückzahlungsanspruch auszugehen ist.

#### e) Zwischenfazit

Eine treuhänderische Vermögensverwaltung stellt nur dann ein Einlagengeschäft dar, wenn folgende vier Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind. Der Vermögensverwalter nimmt (1) fremde Gelder (und nicht ausschließlich andere Werte) entgegen und (2) legt diese im eigenen Namen an. (3) Das aus der Kapitalanlage folgende wirtschaftliche Risiko trifft nicht den Kunden, sondern das Unternehmen, so dass die Vermögensverwaltung mit einer banküblichen verzinslichen Anlage vergleichbar ist. (4) Schließlich muss dem Kunden mit Vertragsbeendigung ein Rückzahlungsanspruch in Bar- oder Buchgeld zustehen. Eine solche Konstellation findet sich in der Praxis nicht, da Kunden für derartige Anlagen regelmäßig keinen spezialisierten Vermögensverwalter benötigen werden. Die in der Praxis vorkommenden Vermögensverwaltungen in Form des Treuhandmodells sind damit regelmäßig nicht als Einlagengeschäft anzusehen.

### 3. Das Treuhandmodell als Finanzkommissionsgeschäft

Unter einem Finanzkommissionsgeschäft versteht der Gesetzgeber der 6. KWG-Novelle die im eigenen Namen, aber für fremde Rechnung erfolgte Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG). Ob die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells diesen Tatbestand verwirklicht, ist streitig<sup>58</sup>. Die BaFin ging noch in einem Merkblatt zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung v. 8.12.2009, Ziff. 2 a) davon

---

<sup>57</sup> Zu weiteren Einwänden gegen die Ansicht von *Loritz* siehe *Sethe* (Fn. 5), S. 556 f.

<sup>58</sup> Für eine Anwendung der Nr. 4 *Balzer*, Vermögensverwaltung (Fn. 32), S. 62; *Balzer* in Handbuch Bankrecht (Fn. 31), § 51 Rz. 8; *Kienle* in Bankrechts-Handbuch (Fn. 31), § 111 Rz. 6; *Schäfer*, ZBB 2000, 150, 151; *Schäfer* in Schwintowski/Schäfer (Fn. 29), § 19 Rz. 23; a.A. *Kümpel/Bruski* in Bankrechts-Handbuch (Fn. 31), § 104 Rz. 10; *Kümpel* (Fn. 32), Rz. 10.8, 10.15; im Ergebnis auch *Hopt* in Baumbach/Hopt (Fn. 32), (7) BankGesch. Q 1, U 1 (jeweils pauschal bezogen auf jede Form der Vermögensverwaltung ohne Differenzierung zwischen Treuhand- und Vertretermodell).

aus, dass die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells den Tatbestand verwirklichen könne: „Lauten die Depotkonten dagegen auf den Namen des Verwalters, betreibt er das Depotgeschäft und gegebenenfalls das Finanzkommissionsgeschäft, gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung.“ Demgegenüber hat die Rechtsprechung in drei neueren Urteilen<sup>59</sup> den Tatbestand eng ausgelegt und auf Kommissionsgeschäfte i. S. d. §§ 383 ff. HGB begrenzt<sup>60</sup>. Der Streit um die Reichweite des Finanzkommissionsgeschäfts hatte sich an der Frage entzündet, ob gesellschaftsrechtliche Gestaltungen, bei denen die Gesellschaft für Rechnung der Anleger Finanzinstrumente anschafft oder veräußert, von der Nr. 4 erfasst werden. Die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells war gerade nicht Gegenstand des Verfahrens<sup>61</sup>. Die Ausführungen lassen sich aber übertragen. Legt man die von den Gerichten befürwortete enge Auslegung zugrunde, wird die Vermögensverwaltung gerade nicht erfasst. Ob diese Ansicht wirklich überzeugt, ist fraglich.

#### a) Wortlaut

Gegen eine Erfassung der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells könnte der Wortlaut der Nr. 4 sprechen, der sich ausdrücklich auf *Finanzkommissionsgeschäfte* bezieht. Gerade der Klammerzusatz spricht jedoch dafür, dass es sich in Nr. 4 um einen eigenständigen Tatbestand handelt. Bei gesetzlichen Definitionen wird nämlich der in der Klammer stehende Begriff definiert und ist seinerseits gerade nicht deren Bestandteil<sup>62</sup>. Hinzu kommt, dass das Aufsichtsrecht in § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG und § 2 Abs. 3 WpHG

59 BVerwGE 130, 262 ff. = WM 2008, 1359 ff. – GAMAG; dazu *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.; siehe auch *Deppmeyer/Esser*, BKR 2009, 230. Zustimmend BVerwG, ZIP 2009, 1899; dazu *Just/Voß*, EWIR 2009, 785 f. Der Rechtsprechung des BVerwG folgt jetzt auch BGH, WM 2010, 262.

60 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* (Fn. 26), § 1 Rz. 57; *Görner/Dreher*, ZIP 2005, 2139; *Gstädtner/Elicker*, BKR 2006, 437, 440 f.; *Hammen*, WM 2005, 813, 814; *Kümpel/Bruski* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 104 Rz. 3; *Oelkers*, WM 2001, 340, 344 f.; *Reischauer/Kleinhans*, KWG, Bd. 1, Lfg. 2/87, § 1 Rn. 85; *Roth* in *Assmann/Schütze* (Fn. 20), § 10 Rz. 31; *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.; a. A. *Sahavi*, ZIP 2005, 929, 933 ff.; *Sethe* (Fn. 5), S. 560 ff.; *Voge*, WM 2007, 1640, 1641 ff.

61 In Rz. 58 des Urteils geht das Gericht davon aus, dass der Vermögensverwalter regelmäßig als Vertreter des Kunden auftritt. Das Treuhandmodell wird nicht näher angesprochen.

62 Diesen methodischen Grundsatz übersieht das BVerwG. Betrachtet man dessen wachsweiße Ausführungen („legt dieses aber jedenfalls nahe ... Es liegt nahe, hieraus zu folgern, ... Es ist auch nicht ohne Weiteres anzunehmen, ...“) in Rz. 27 des Urteils vom BVerwG, ZIP 2008, 911, merkt man, wie schwer sich das Gericht damit tut, seine Entscheidung auf den gegenteiligen Wortlaut zu stützen.

an eigenständige Tatbestände und nicht an zivil- oder handelsrechtliche Kategorien anknüpft. Allein der Umstand, dass das in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG erfasste Bankgeschäft in der Klammer ausdrücklich als *Finanzkommissionsgeschäft* bezeichnet wird, darf also nicht dazu verleiten, nur Kommissionsgeschäfte als erfasst anzusehen; vielmehr nennt der Wortlaut gerade alle Anschaffungen oder Veräußerungen von Finanzinstrumenten im eigenen Namen, aber für fremde Rechnung<sup>63</sup>.

#### b) Entstehungsgeschichte

Anhaltspunkte dafür, dass der Gesetzgeber die Nr. 4 auf reine Kommissionsgeschäfte beschränken wollte, fehlen<sup>64</sup>. Die Gesetzesbegründung zur Neufassung der Nr. 4 mit der 6. KWG-Novelle konzentriert sich allein auf die Erweiterung des Katalogs der erfassten Wertpapiere<sup>65</sup>. Wenn hier das Wort „kommissionsweise“ verwendet wird, meint dies die Finanzkommission i.S.d. Nr. 4 und nicht i.S.d. §§ 383 ff. HGB. Dies verdeutlicht die Gesetzesbegründung nämlich an anderer Stelle. Dort wird ausgeführt, dass der Gesetzgeber mit dem Finanzkommissionsgeschäft (im eigenen Namen für fremde Rechnung), der Abschlussvermittlung (im fremden Namen für fremde Rechnung) und dem Eigenhandel (in eigenem Namen für eigene Rechnung für andere) alle Formen des Handels von Wertpapieren erfassen wollte<sup>66</sup>. Folglich erfasst das Finanzkommissionsgeschäft *sämtliche* Arten der Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen, aber für fremde Rechnung. Der Tatbestand ist also nicht auf reine Kommissionsgeschäfte im handelsrechtlichen Sinne beschränkt. Dieses macht auch ein Vergleich mit der Parallelvorschrift des § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 WpHG deutlich, das den Begriff „Kommission“ nicht einmal erwähnt.

#### c) Systematische Auslegung

Gegen eine derart weite Auslegung könnte man einwenden, dass die Richtlinie gerade die Vermögensverwaltung aus dem Kreis des Wertpapierhandels im

---

63 So im Ergebnis auch schon *Haug* (Fn. 29), § 1 Rz. 43; *Bähre/Schneider* (Fn. 37), § 1 Anm. 10 („Die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren ... wird *im allgemeinen* in der Form der Kommission betrieben“); *Fischer* in *Fischer/Klanten*, *Bankrecht*, 3. Aufl. 2000, Rz. 2.33 („*in der Regel* in Form des Kommissionsgeschäfts“); a. A. wohl *Hammen*, *WuB I G* 4. 7.87 (auf S. 1233 li. Sp.), der feststellt, dass es nach Nr. 4 „*erforderlich* ist, dass das Unternehmen die Anschaffung in der Form des Kommissionsgeschäfts vornimmt“. (Hervorhebungen vom Verf.). Ebenso *Hammen*, *WM* 2005, 813, 815 ff.

64 Erneut formuliert das BVerwG vage, der Gesetzgeber habe „*vornehmlich* das typische Kommissionsgeschäft nach §§ 383 ff. HGB im Blick“ (Hervorh. vom Verf.). Die vom BVerwG für seine Position in Anspruch genommenen Belege von *Bähre/Schneider* und *Haug* sprechen allein für die gegenteilige Ansicht, denn diese Autoren gehen gerade davon aus, dass Kommissionsgeschäfte den typischen, aber eben nicht den einzigen Anwendungsfall der Nr. 4 bilden, vgl. die Nachweise in Fn. 63.

65 BR-Drucks. 963/96, S. 63.

66 BR-Drucks. 963/96, S. 66. Dies beziehen weder das BVerwG, ZIP 2008, 911 Rn. 39, noch *Dreher*, ZIP 2004, 2161, 2163, in ihre Argumentation ein.

engeren Sinne ausgenommen und in einem eigenständigen Tatbestand geregelt habe (Abschnitt A Nr. 3 des Anhangs zur WDRL). Deshalb müssten sämtliche Formen der Vermögensverwaltung in Absatz 1a Satz 2 Nr. 3 KWG erfasst sein<sup>67</sup>.

Diese Argumentation übersieht, dass es dem nationalen Gesetzgeber unbenommen blieb, im Vergleich zur Richtlinie strengere Regelungen für eine Wertpapierdienstleistung vorzusehen<sup>68</sup> und diese beispielsweise auch als Bankgeschäft einzuordnen<sup>69</sup>. Genau von dieser Möglichkeit hat der deutsche Gesetzgeber Gebrauch gemacht und jeglichen Handel mit Finanzinstrumenten im eigenen Namen auf fremde Rechnung, den er nach der WDRL als Finanzdienstleistung hätte ausgestalten können, als Bankgeschäft eingeordnet. Grund hierfür war der Umstand, dass der Kunde in einer besonderen Gefährdungslage ist, wenn der Finanzintermediär als Eigentümer zwischengeschaltet wird<sup>70</sup>. Wenn der Gesetzgeber aber schon das punktuelle Geschäft, bei dem der zwischengeschaltete Finanzintermediär Eigentümer der Kundenwertpapiere ist, als Bankgeschäft einordnet, muss dies erst recht für die treuhänderische Überweisung der verwalteten Werte an den Finanzintermediär gelten, die umso gefährlicher ist (siehe oben).

Im Übrigen ist die systematische Auslegung auch nur in Grenzen zulässig. Sie muss berücksichtigen, dass die Vermögensverwaltung in § 1 Abs. 1a KWG als Finanzdienstleistung, die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten auf fremde Rechnung dagegen als Bankgeschäft geregelt ist. Dadurch kann die in § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG enthaltene Nr. 4 nicht zur Basis eines argumentum e contrario gemacht werden. Denn bei Absatz 1a handelt es sich ausdrücklich um einen Auffangtatbestand, der nur eingreift, wenn kein Bankgeschäft vorliegt. Die Tatbestände des Absatz 1 sind also immer vorrangig zu prüfen.

#### **d) Richtlinienkonforme Auslegung**

Die Regelung des Finanzkommissionsgeschäfts beruht ausweislich der Gesetzesbegründung<sup>71</sup> auf Abschnitt A Nr. 1 lit. b des Anhangs zur WDRL<sup>72</sup>, der jede Art der Ausführung von Aufträgen über Finanzinstrumente für fremde Rechnung erfasst. Die Bestimmung des nationalen Rechts ist daher richtlinienkonform auszulegen. Da die Richtlinie einen weiten Wertpapierdienstleistungsbegriff zugrunde legt und generell alle Formen der Annahme, Übermittlung und Ausführung von Aufträgen über Wertpapiere für fremde Rechnung erfasst, kann es auf die konkrete zivilrechtliche Einkleidung des Ge-

---

67 So das BVerwG, ZIP 2008, 911 Rz. 28 ff.

68 Erwägungsgrund Nr. 25 der WDRL.

69 Allerdings muss der Gesetzgeber diese strengeren Regeln kenntlich machen, EuGH, Slg. 2002, I-10797 Rz. 46 (Antonio Testa und Lido Lazzeri ./ Consob) mit Anm. Balzer, EWIR 2003, 989 f.

70 Dreher, ZIP 2004, 2161, 2165.

71 BR-Drucks. 963/96, S. 63.

72 Mittlerweile ersetzt durch Art. 4 Abs. 1 Nr. 2, Anhang I Abschnitt A Nr. 1 MiFID.

schäfts nach nationalem Recht nicht ankommen. Es ist daher gleichgültig, ob die Ausführungsgeschäfte über Wertpapiere auf der Grundlage einer punktuellen Geschäftsbeziehung, wie der Kommission, erfolgen oder auf einem umfassenderen Dauerschuldverhältnis, wie der Vermögensverwaltung, beruhen. Gerade hiergegen wendet sich das Bundesverwaltungsgericht<sup>73</sup>, wenn es formuliert: „Eine offene oder verdeckte Stellvertretung kommt indessen grundsätzlich nur im Hinblick auf ein bestimmtes Rechtsgeschäft oder im Hinblick auf mehrere bestimmte Rechtsgeschäfte in Betracht, nicht aber bei einer unbestimmten Vielzahl von Rechtsgeschäften, die für die Vermögensverwaltung charakteristisch ist.“ Dass dieser Einwand nicht überzeugt, belegt ein Blick auf die Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells, für das es gerade charakteristisch ist, dass eine unbestimmte Vielzahl von Rechtsgeschäften in Finanzinstrumenten auf der Basis der Stellvertretung erfolgt. Auch kennt das Zivilrecht die Generalvollmacht, bei der der Stellvertreter ebenfalls eine unbestimmte Vielzahl von Geschäften abschließen darf. Wenn die Reichweite der Regelung umstritten ist und keine Einigkeit darüber herrscht, ob eine wirtschaftliche Betrachtungsweise anzuwenden ist, bei der jeder Vorgang erfasst wird, der sich als Anschaffung oder Veräußerung auf Rechnung eines Anlegers darstellt, hätte das Bundesverwaltungsgericht die Frage der Auslegung des Abschnitts A Nr. 1 lit. b des Anhangs zur WDRL dem EuGH vorlegen müssen. Die Vorlagefrage wird aber nicht einmal angesprochen.

Zu Recht weist das Gericht darauf hin, dass Anhang I zur MiFID deutlich enger formuliert ist und sich ausdrücklich nur auf die „Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben“, bezieht. Das Merkmal „auf Rechnung“ ist gerade entfallen. Dies und das Erfordernis eines „Auftrags“ sind Argumente gegen eine wirtschaftliche Betrachtungsweise, mit der Umgehungen der Finanzportfolioverwaltung in den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts einbezogen werden. Allerdings war diese Regelung auf die entschiedenen Altfälle noch nicht anwendbar.

#### e) Zwischenfazit

Zusammengefasst lässt sich damit feststellen, dass die Ausführungen des Bundesverwaltungsgerichts zur Frage der Reichweite des Finanzkommissionsgeschäfts viele „lose Enden“ aufweisen. Es bestehen durchaus gewichtige Argumente dafür, dass die Richtlinie *jegliche* Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen, aber für Rechnung des Kunden erfassen wollte und gerade nicht nur Vorgänge, die zufällig der deutschen Definition des Kommissionsgeschäfts entsprechen.

Das Bundesverwaltungsgericht untersagte mit der Entscheidung eine ausufernde Praxis der BaFin<sup>74</sup>. Diese wollte gesellschaftsrechtliche Gestaltungen

---

<sup>73</sup> BVerwG, ZIP 2008, 911 Rz. 41.

<sup>74</sup> Das Ausmaß belegt Schäfer in Schäfer/Hamann (Fn. 34), § 2 WpHG Rz. 54. Er beziffert für 2003/04 die Zahl der Widersprüche auf 366 und die der gerichtlichen Auseinandersetzungen auf 243.

unterbinden, bei denen die Gesellschaften im eigenen Namen, wirtschaftlich aber für Rechnung der Anleger, die zugleich Gesellschafter waren, Geschäfte in Finanzinstrumenten tätigten. Die BaFin wollte damit Umgehungen der Erlaubnispflicht nach §§ 1, 32 KWG stoppen. Im Schrifttum stieß die Position der BaFin überwiegend auf Ablehnung<sup>75</sup> und daher wurde die neue Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts überwiegend begrüßt<sup>76</sup>. Selbst wenn man das Ziel der BaFin, nämlich Verwirklichung des Anlegerschutzes und Austrocknen des grauen Kapitalmarkts billigt, bedarf das Einschreiten der Aufsicht einer Ermächtigungsgrundlage. Diese wurde ihr durch das Urteil aus der Hand geschlagen.

Allerdings bleiben die hier dargelegten methodischen Zweifel und Unzulänglichkeiten in der Argumentation des Bundesverwaltungsgerichts. Ohne Vorlage an den EuGH ist die Frage der Reichweite der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und der sie ersetzenden MiFID nicht abschließend geklärt. Dass die Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts wenig Klarheit gebracht hat, zeigt sich symptomatisch daran, dass die Kommentarliteratur nun unter Verweis auf die Entscheidung behauptet, die Nr. 4 stelle keinen allgemeinen Aufvatbestand dar. Jedoch wird gleich wieder eine Einschränkung vorgenommen, die letztlich wiederum eine wirtschaftliche Betrachtungsweise beinhaltet: Es seien auch Vorgänge erfasst, die als „verdecktes Kommissionsgeschäft“ anzusehen seien<sup>77</sup> oder die „hinreichende Ähnlichkeit“ mit einem Kommissionsgeschäft aufwiesen<sup>78</sup>. Letztlich verabschieden sich damit auch diejenigen, die die Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts befürworten, nicht von einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise. Wo Grenzen dieser Betrachtungsweise liegen, ist auch nach dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichts offen.

#### f) Das Einschreiten des Gesetzgebers

Damit die BaFin dem munteren Treiben findiger Initiatoren von Umgehungen der Erlaubnispflicht das Handwerk legen konnte, schritt der Gesetzgeber ein und schuf eine Ermächtigungsgrundlage. Zunächst war geplant, den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts auf alle Geschäfte in Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung zu erweitern<sup>79</sup>. Nach heftiger Kritik aus der Praxis zog er den Vorschlag zurück und schuf stattdessen den Tatbestand der Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG)<sup>80</sup>. Als Finanzdienstleistung gilt „die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eine Gemeinschaft von Anlegern, die natürliche Personen sind, mit Entscheidungsspielraum, sofern dies ein Schwerpunkt des angebote-

---

75 Siehe oben Fn. 60.

76 Siehe die Nachweise in Fn. 59.

77 Schäfer in Schäfer/Hamann (Fn. 34), § 2 WpHG Rz. 54.

78 Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider (Fn. 34), § 2 Rz. 68.

79 Schreiben des Bundesfinanzministeriums vom 8.7.2008, VII B 5 – WK 6130/07/0001. Dazu Fingerhut/Voß, BB 2008, 1862 ff.; Volhard/Wilkens, DB 2008, 2411, 2412.

80 Art. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts v. 20.3.2009, BGBl. I 2009, S. 607.

nen Produktes ist und zu dem Zweck erfolgt, dass diese Anleger an der Wertentwicklung der erworbenen Finanzinstrumente teilnehmen (Anlageverwaltung).“ Vermögensverwaltungen in Form gesellschaftsrechtlicher Einkleidungen sind also nun aufsichtsrechtlich in einem eigenen Tatbestand erfasst.

Gleichzeitig verdeutlicht dieses Vorgehen, dass der Gesetzgeber den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts in seiner engen Interpretation durch das Bundesverwaltungsgericht unverändert lassen wollte. Gestützt wird dieses Ergebnis durch die Gesetzesbegründung zur Einführung des Tatbestands der Anlagevermittlung. Sie stellt ausdrücklich fest, dass der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung sowohl die offene als auch die verdeckte Stellvertretung auf Einzelkundenbasis meint<sup>81</sup>. Diese Formulierung lässt sich dahingehend verstehen, dass der Gesetzgeber wohl auch die Vollrechts- und die Ermächtigungstreuhand als vom Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung erfasst ansieht. Zusammenfassend lässt sich damit festhalten, dass es – aufgrund der gesetzgeberischen Reaktion auf das GAMAG-Urteil des Bundesverwaltungsgerichts – nun ausgeschlossen ist, die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells als Finanzkommissionsgeschäft zu begreifen<sup>82</sup>.

Zwar schafft dieses Vorgehen nun Klarheit auf nationaler Ebene. Allerdings hat der Gesetzgeber mit der Anlageverwaltung einen Tatbestand geschaffen, der nicht unter den Europäischen Pass fällt<sup>83</sup>. Sollte sich ein Anbieter, der beispielsweise Vermögensverwaltungen in gesellschaftsrechtliche Beteiligungen einkleidet, auf den Europäischen Pass berufen, dürfte die deutsche Rechtsprechung nicht umhin kommen, dem EuGH die Frage vorzulegen, ob dieser Vorgang nicht doch unter einen der Tatbestände der MiFID fällt. Sollte der EuGH dies bejahen, wäre der Tatbestand der Anlageverwaltung insoweit obsolet.

#### 4. Das Treuhandmodell als Depotgeschäft

##### a) Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren

Der Tatbestand des Depotgeschäfts (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG) erfasst die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für andere in offenen Depots<sup>84</sup>. Mit der Verwahrung von Wertpapieren sind die in §§ 2 ff. DepotG genannten Verwahrungsarten gemeint. Sie erfordern eine körperliche Entgegennahme und Aufbewahrung der Wertpapiere. Mit Verwaltung von Wertpapieren für andere ist die Einlösung und Erneuerung von Zins- und Dividendenscheinen, Ausübung von Bezugsrechten, Wahrnehmung des Stimmrechts der Aktionäre etc. umschrieben. Die Ausübung einer dieser beiden Tätigkeiten genügt für das Eingreifen des Tatbestands der Nr. 5. Mit Depotgeschäft ist also die physische

---

81 RegE eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts, BT-Drucks. 16/11130, S. 43 re. Sp. oben.

82 Meine zum früheren Recht vertretene gegenteilige Ansicht, vgl. *Sethe* (Fn. 5), S. 560 ff., ist damit überholt.

83 RegE des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandrechts, BR-Drucks. 703/08, S. 71 f.

84 Zum Depotgeschäft *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 62 ff.; *Kümpel* (Fn. 32), Rz. 11.83 ff.; *Schäfer* in Schwintowski/Schäfer (Fn. 29), § 17 Rz. 1 ff.

Aufbewahrung und die technische Verwaltung der Wertpapiere gemeint, nicht aber die Entscheidung über die Zusammensetzung des Depots, d.h. die wirtschaftliche Verwaltung<sup>85</sup>. Vom Depotgeschäft grundsätzlich nicht erfasst ist also die dem Vermögensverwalter eingeräumte Dispositionsbefugnis über die Zusammensetzung des Kundendepots. Technische und wirtschaftliche Verwaltung fallen auseinander<sup>86</sup>.

#### **b) Das Tatbestandsmerkmal „für andere“**

Die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells kann entweder dadurch begründet werden, dass der Vermögensverwalter die Papiere tatsächlich physisch entgegennimmt, oder dass der Kunde Wertpapiere auf ein Depot des Vermögensverwalters überträgt. Der Vermögensverwalter verfügt über die Finanzinstrumente im eigenen Namen, aber auf fremde Rechnung. Es ist streitig, ob dieser Vorgang den Tatbestand des Depotgeschäfts verwirklicht. Sieht man in dem Tatbestandsmerkmal „für andere“ einen Rückgriff auf das Sachenrecht, scheidet das Depotgeschäft aus, denn der Vermögensverwalter – selbst wenn er die Papiere physisch entgegennimmt – verwahrt die Wertpapiere nicht für andere, sondern für sich selbst, da er aufgrund der treuhänderischen Überweisung Eigentümer der Papiere ist<sup>87</sup>.

Die Gegenansicht legt zu Recht eine funktionale Betrachtungsweise zugrunde und begreift das Tatbestandsmerkmal „für andere“ als gleichbedeutend mit „für fremde Rechnung“<sup>88</sup>. Dass das Kreditwesengesetz mit diesem Begriff eine wirtschaftliche Betrachtungsweise verbindet, ergibt sich zum einen aus einer systematischen Auslegung. Das Gesetz verwendet auch beim Garantiegeschäft in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 KWG den Terminus „für andere“. Beim Garantiegeschäft ist jedoch eine sachenrechtliche Betrachtung von vornherein nicht möglich<sup>89</sup>, da Bürgschaft und Garantie nur für fremde Rechnung abgegeben werden können. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass eine sachenrechtliche Betrachtungsweise den Anlegerschutz in diesem Bereich aushöhlen würde. Depotführende Institute könnten sich, um eine Aufsicht zu vermeiden, alle Wertpapiere treuhänderisch übertragen lassen. Um diese Schutzlücke zu schließen, ist etwa auch die unregelmäßige Verwahrung als Depotgeschäft aufsichts-

---

85 *Sethe* (Fn. 5), S. 25.

86 Um den Unterschied von Depotgeschäft und Vermögensverwaltung auch terminologisch deutlich zu machen, sprechen die AGB für Wertpapiergeschäfte in Nrn. 13 ff. nicht von der „Verwaltung“, sondern von „Dienstleistungen im Rahmen der Verwahrung“, vgl. *Hopt* in *Baumbach/Hopt* (Fn. 32), (8) AGB-WP-Geschäfte Nr. 13 Rz. 1.

87 So *Miebach*, DB 1991, 2069, 2071; *Balzer*, Vermögensverwaltung (Fn. 32), S. 62; *Balzer* in *Handbuch Bankrecht* (Fn. 31), § 51 Rz. 8; im Ergebnis auch *Kümpel* (Fn. 32), Rz. 10.12, 10.15.

88 Schreiben des damaligen Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen vom 6.5.1977 – I 5 – 173 – 212/76; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 62 und 66; *Haug* (Fn. 29), § 1 Rz. 51 a.E.; *Hopt* in *Baumbach/Hopt* (Fn. 32), (7) *BankGesch. U 1*; *Kienle* in *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 31), § 111 Rz. 6, 10; *Müller* in *Schäfer/Müller* (Fn. 33), Rz. 206.

89 Ausdrücklich *Bähre/Schneider* (Fn. 37), § 1 Anm. 14 (zu Nr. 8).

rechtlich erfasst<sup>90</sup>, obwohl auf sie das Depotgesetz nicht anwendbar ist (§ 15 DepotG)<sup>91</sup>. Würde man also bei der Auslegung des Tatbestandsmerkmals „für andere“ einer rein sachenrechtlichen Betrachtungsweise folgen, wäre ein Schutz der Anleger nicht mehr gewährleistet, da ihnen nur schuldrechtliche Ansprüche zustünden, die im Falle der Insolvenz des Unternehmens oftmals wertlos sind. Daher ging auch der Gesetzgeber davon aus, dass der Vermögensverwalter stets verpflichtet sei, die verwalteten Papiere auf Kundendepots verwahren zu lassen. Andernfalls betreibe er das Depotgeschäft<sup>92</sup>.

### c) Zwischenfazit

Das Depotgeschäft erfasst auch die Verwahrung von Wertpapieren für fremde Rechnung, so dass ein Vermögensverwalter den Tatbestand des Depotgeschäfts verwirklicht, wenn er sich Wertpapiere seiner Kunden übereignen lässt oder nicht nur vorübergehend verwahrt. Gleiches gilt, wenn er die Wertpapiere unter seinem Namen bei einem anderen Institut verwahren lässt und dabei die wirtschaftliche Berechtigung des Kunden verdeckt<sup>93</sup>.

## V. Ergebnisse

1. Die Vermögensverwaltung in Gestalt des Treuhandmodells erfüllt nur dann die Voraussetzungen des Einlagengeschäfts, wenn der Vermögensverwalter Geld entgegennimmt, dieses im eigenen Namen anlegt, dem Kunden einen Rückzahlungsanspruch in Geld verspricht und ihm das aus der Kapitalanlage folgende wirtschaftliche Risiko abnimmt, so dass die Vermögensverwaltung einer banküblichen verzinslichen Anlage vergleichbar ist. Da eine solche Konstellation in der Praxis nicht vorkommt, ist die im Schrifttum vertretene Ansicht, Vermögensverwaltungen in Form des Treuhandmodells würden regelmäßig den Tatbestand des Einlagengeschäfts erfüllen, nicht überzeugend.
2. Vermögensverwaltungen in Form des Treuhandmodells erfüllen nach neuem Recht nicht mehr den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts. Durch die gesetzgeberische Reaktion auf die jüngste Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts hat der Gesetzgeber klargestellt, dass er sich die vom Bundesverwaltungsgericht vorgenommene, enge Auslegung des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG zu eigen macht. Dieser Norm unterfallen damit nur noch Kommissionsgeschäfte i. S. d. §§ 383 ff. HGB.
3. Die Rechtsprechung und letztlich auch der Gesetzgeber haben Bestrebungen der BaFin, eine Umgehung der Erlaubnispflicht nach §§ 1, 32 KWG durch eine weite Auslegung des Tatbestands des Finanzkommissionsgeschäfts ein-

---

90 *Bähre/Schneider* (Fn. 37), § 1 Anm. 11; *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 66 m. w. N.

91 Dem Anleger steht nur ein schuldrechtlicher Anspruch nach § 700 BGB zu.

92 So ausdrücklich BR-Drucks. 963/96, S. 66.

93 *Schäfer* (Fn. 26), § 1 Rz. 126; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann* (Fn. 34), § 2 WpHG Rz. 80; *Schwennicke* in *Schwennicke/Auerbach, KWG*, 2009, § 1 Rz. 101.

zufangen, eine Abfuhr erteilt. Die von der BaFin vorgenommene funktionale Auslegung („wirtschaftliche Betrachtungsweise“) lehnte das Bundesverwaltungsgericht ab, ohne allerdings eine in allen Facetten überzeugende Begründung zu liefern. Zudem versäumte es das Gericht, dem EuGH die Frage der Reichweite des Merkmals „Ausführung solcher Aufträge für fremde Rechnung“ im Anhang zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vorzulegen, der für die damals entschiedenen Fälle maßgebend war.

4. Überzeugend ist dagegen der Hinweis des Gerichts auf Anhang I zur MiFID, der deutlich enger formuliert ist und sich ausdrücklich nur auf die „Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben“, bezieht. Das Merkmal „auf Rechnung“ ist gerade entfallen. Dies und das Erfordernis eines „Auftrags“ sind Argumente gegen eine wirtschaftliche Betrachtungsweise, mit der gesellschaftsrechtliche Gestaltungen oder Vermögensverwaltungen in den Tatbestand der Nr. 4 einbezogen werden. Allerdings war diese Regelung auf die entschiedenen Altfälle noch nicht anwendbar.
5. Teile des Schrifttums, die die Position des Bundesverwaltungsgerichts zur Auslegung des Finanzkommissionsgeschäfts begrüßen, nehmen jedoch an anderer Stelle (z. B. beim Depotgeschäft) eine funktionale Betrachtungsweise ein. Man darf gespannt sein, ob das Bundesverwaltungsgericht auch diese Tatbestände eng auslegt und damit der funktionalen Auslegung eine generelle Abfuhr erteilt oder ob eine solche Auslegung ihre (m. E. bestehende) Berechtigung behält.
6. Der Streit um die Reichweite des Finanzkommissionsgeschäfts belegt den Befund von *Uwe H. Schneider/Anzinger*, wonach ein an Fallgruppen anknüpfendes Aufsichtsrecht rasch an seine Grenzen stößt, zu Umgehungen geradewegs einlädt und besser durch ein prinzipienorientiertes Regelungsregime ersetzt werden sollte<sup>94</sup>.
7. Der zur Lückenschließung geschaffene neue Tatbestand der Anlageverwaltung unterfällt nicht dem Europäischen Pass. Ein solcher nationaler Alleingang sollte ultima ratio sein und widerspricht auch klar der von der Bundesregierung mittlerweile favorisierten 1:1-Umsetzung der Richtlinien. Daher wiegt das Versäumnis des Bundesverwaltungsgerichts, dem EuGH die Frage der Reichweite der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vorzulegen, umso schwerer.
8. Verwahrt ein Vermögensverwalter die Finanzinstrumente des Kunden dauerhaft oder bucht er sie auf seinem Depot, erfüllt er den Tatbestand des Depotgeschäfts. Diese Einordnung knüpft allerdings an die Art der Verwahrung der Finanzinstrumente und nicht an die dem Vermögensverwalter eingeräumte Befugnis an, Finanzinstrumente auf Rechnung des Kunden anzulegen. Nicht die Vermögensverwaltung als solche erfüllt also den Tatbestand eines Bankgeschäfts, sondern die zugleich erbrachte Art der Verwahrung des Kundenvermögens.

---

94 *Uwe H. Schneider/Anzinger*, ZIP 2009, 1, 9 f.