

Stellungnahme
Union Asset Management Holding AG
anlässlich der öffentlichen Anhörung
des Finanzausschusses des deutschen Bundestages
am 1. Dezember 2010
zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung

**„Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes
und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes
(Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“**

- Drucksache 17/ 3628 –

18. November 2010

Hinweis

Die vorliegende Stellungnahme behandelt ausschließlich die von der Bundesregierung vorgeschlagenen Änderungen in Artikel 3 des Gesetzesentwurfes (Änderung des Investmentgesetzes) und bezieht sich hierbei insbesondere auf die §§ 79, 80c Abs. 3 und 4 sowie 145 InvG-E.

1. Vorbemerkungen

Ursächlich für die Liquiditätskrise einiger Offener Immobilienpublikumsfonds waren nicht die Privatanleger sondern insbesondere institutionelle Anleger, die durch ein gleichgerichtetes Verhalten seit Oktober 2008 in hohem Maße Liquidität aus der Anlageklasse Offener Immobilienfonds abgezogen haben und somit einzelne Fonds zur Rücknahmeaussetzung sowie in bisher drei Fällen sogar zur Liquidation des gesamten Portfolios gezwungen haben.

Die im Gesetzesentwurf der Bundesregierung fehlende differenzierte Behandlung dieser beiden Anlegergruppen und die sich anschließende praktische Abmilderung durch eine teilweise Freistellung der Privatanleger durch die Einführung eines monatlichen Transaktionsfreibetrages ist nicht stringent und verfehlt das regulatorische Ziel, die Funktionsfähigkeit dieser Anlageklasse wieder in vollem Umfang herzustellen.

Die enthaltende Regelung zu den Mindesthaltefristen bzw. Rücknahmeabschlägen ist zur Problemlösung nur sehr begrenzt geeignet, da durch die vorgeschlagene Regulierung das Problem nur um 2 Jahre (bei Altanlagen) bzw. um 4 Jahre (bei Neuanlagen) in die Zukunft verschoben („Bugwelleneffekt“) und daher das regulatorische Ziel verfehlt wird. Denn nach Ablauf von 2 bzw. 4 Jahren ist das krisenverursachende und -verschärfende Potential institutioneller Anleger in Publikumsfonds wieder voll verfügbar.

Dies bedeutet: Während der Gesetzesentwurf in der Behandlung der institutionellen Anleger zu konzilient ist und den o.a. Bugwelleneffekt gerade erneut befördert, reglementiert er die nicht krisenursächlichen Privatanleger zu stark. Zu den Einzelheiten unserer Kritik verweisen wir auf die nachfolgenden Anmerkungen zu einzelnen Normen des Regierungsentwurfes.

2. Einzelanmerkungen

a) Bewertungsturnus (§ 79 InvG-E)

I. Änderungsvorschlag:

§ 79 wird wie folgt geändert:

- 1) Absatz 1 Satz 10 wird nach den Worten „des Zeitraums von zwölf Monaten“ wie folgt gefasst: „ein Zeitraum von drei Monaten“.
- 2) Absatz 1 Satz 11 wird gestrichen.

II. Begründung:

1) Die in § 79 Abs. 1 Satz 10 InvG-E von der Bundesregierung vorgesehene monatliche rollierende Bewertung würde im Zusammenhang mit Satz 11 zu einer Pflicht der Kapitalanlagegesellschaft führen, monatlich 70 Prozent des gesamten Immobilienbestandes eines Sondervermögens neu zu bewerten. Damit wird für den Anleger kein Erkenntnismehrwert erreicht. Denn selbst in Phasen erhöhter Volatilität an den Immobilienmärkten ist nicht davon auszugehen, dass bei einer monatlichen statt einer quartalsweisen Bewertung potentielle Preissprünge im Verkehrswert (Auf- oder Abwertungen) effektiver gestreckt werden können. Eine solche Bewertung ist – abgesehen von der erheblichen Kostenerhöhung für die Sondervermögen und damit der Renditeminderung für die Anleger – auch deswegen nicht zielführend, weil sie im Widerspruch zum Bewertungskonzept der nachhaltig erzielbaren Miete gemäß § 27 Abs. 1 der Investment-Rechnungslegung- und Bewertungsverordnung – InvRBV), der im wesentlichen § 194 BauGB entspricht, steht.

Das Konzept einer monatlichen Neubewertung von 70 Prozent des Immobilienbestandes überfordert zudem die Kapitalanlagegesellschaften und die Sachverständigen. Daher ist an dem bewährten Konzept der jährlichen Bewertung festzuhalten. Entscheidet sich die Kapitalanlagegesellschaft jedoch für die tägliche Rücknahme der Fondsanteile, müssen alle Immobilien zumindest einmal im Quartal bewertet werden, wobei drei der Bewertungen p.a. erleichterte Anpassungsbewertungen sind.

2) Das Argument der Bundesregierung, Häufigkeit von Rückgabemöglichkeiten und Bewertungsterminen angleichen zu wollen, ist inhaltlich verfehlt, weil zwischen beiden Tatbeständen keinerlei sachlogischer Konnex besteht. Auch Anleger, die Fondsanteile jahrelang unverändert in ihrem Depot liegen haben, haben ein Interesse an einer zutreffenden Bewertung der Vermögensgegenstände. Dieses Interesse nimmt nicht mit der Häufigkeit der Rückgabemöglichkeiten zu oder ab. Es ist daher regulatorisch erforderlich, die Häufigkeit der Bewertung allein mit der Wahrscheinlichkeit möglicher Preisänderungen zu begründen. Diese wiederum hängt allein von der Volatilität der Immobilienmärkte ab.

b) Mindesthaltefristen und Rücknahmeabschläge (§ 80c Abs. 3 und 4 InvG-E) sowie risikoadäquate Trennung institutioneller und privater Investoren

I. Änderungsvorschlag:

1) § 80c Abs. 3 wird wie folgt geändert:

(a) In Satz 1 wird die Zahl „5 000“ durch „20 000“ ersetzt. [alternativ: In Satz 1 werden die Worte „5 000 Euro pro Monat“ durch die Worte „60 000 Euro pro Jahr“ ersetzt.]

(b) In Satz 1 wird die Zahl „24“ durch „12“ ersetzt.

(c) In Satz 1 werden die Worte „mindestens den seiner Rückgabeerklärung entsprechenden Bestand“ durch die Worte „den Zeitpunkt des Erwerbs“ ersetzt.

2) § 80c Abs. 4 wird wie folgt geändert:

(a) In Satz 1 wird die Zahl „5 000“ durch „20 000“ ersetzt. [alternativ: In Satz 1 werden die Worte „5 000 Euro pro Monat“ durch die Worte „60 000 Euro pro Jahr“ ersetzt.]

(b) In Satz 1 werden nach dem Wort Anleger die Worte „im Sinne des § 31a Absatz 3 des Wertpapierhandelsgesetzes“ eingefügt.

(c) In Satz 1 wird die Zahl „10“ durch „5“ ersetzt.

(d) In Satz 1 wird die Zahl „5“ durch „2,5“ ersetzt.

3) Nach § 80c Abs. 4 wird ein Absatz 5 angefügt:

„(5) Soweit Anteilrückgaben 20 000 Euro pro Monat [alternativ: „60 000 Euro pro Jahr“] für einen Anleger im Sinne des § 31 a Absatz 2 oder Absatz 4 des Wertpapierhandelsgesetzes übersteigen, sind sie nach Ablauf der Mindesthaltefrist gemäß Absatz 3 nur zulässig, wenn die Rückgabe durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft unter Einhaltung einer Rückgabefrist von 12 Monaten erfolgt oder ein Rücknahmeabschlag von 10 Prozent erhoben wird. Absatz 4 Satz 2 und 3 sowie § 116 gilt entsprechend.“

4) Nach § 80c Abs. 5 wird ein Absatz 6 angefügt:

„(6) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen für die depotführenden Stellen zu erlassen und insbesondere zu bestimmen, dass die depotführenden Stellen die Einhaltung der in Absatz 3 bis 5 bestimmten Fristen und Freibeträge zu überwachen und sicherzustellen hat, dass die gemäß Absatz 4 und 5 bezeichneten Rücknahmeabschläge dem Sondervermögen zugeführt werden. Die Rechtsverordnung

bedarf nicht der Zustimmung des Bundesrates. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt übertragen.“

II. Begründung:

1)

(a) Durch die Erhöhung des monatlichen Freibetrages von 5 000 Euro auf 20 000 Euro (alternativ: jährlicher Freibetrag in Höhe von 60.000 Euro) wird eine weitergehende Freistellung der Privatanleger gegenüber dem Regierungsentwurf erreicht, ohne das Liquiditätsrisiko für die Sondervermögen aus der Fristentransformation zu erhöhen. Durch die weitergehende Freistellung der Privatanleger werden zugleich unnötige Bürokratiekosten für die depotführenden Stellen und damit mittelbar für die Anleger vermieden. Da empirische Erkenntnisse zeigen, dass die durchschnittliche Verfügungshöhe von Privatanlegern pro Monat bei Einzelverfügungen 5 000 Euro übersteigt, ist es sinnvoll, diese Verfügungen umfassend freizustellen.

Durch den Alternativvorschlag eines jährlichen Freibetrages von 60 000 Euro wird der Vorschlag der Bundesregierung aufgegriffen und lediglich auf einen längeren Bemessungszeitraum (von monatlich auf jährlich) ausgedehnt. Dadurch wird de facto eine Vortragsfähigkeit eines nicht verbrauchten monatlichen Freibetrages für ein Jahr erzeugt. Durch diese Maßnahme wird insbesondere den Interessen der Privatanleger genügt, die dadurch die Möglichkeit haben, auch in individuellen Notlagen oder anderen Bedarfssituationen über eine größere Summe frei und ohne bürokratische Hemmnisse verfügen zu können.

Mit beiden Vorschlägen wird im Sinne des Anlegerschutzes zugleich erreicht, dass die Funktion Offener Immobilienfonds als „Ersatzspargbuch“ insbesondere für ältere Bevölkerungsteile faktisch wie anlegerpsychologisch erhalten bleiben kann und die Verfügbarkeit nicht unnötig eingeschränkt wird.

(b) Die Mindesthaltefristen sollten für alle Anleger auf 12 Monate verkürzt werden. Hierdurch werden im Ergebnis vor allem die Privatanleger begünstigt. Eine gesetzliche Bindung der Anleger über zwei Jahre schafft eine erhebliche psychologische Eintrittshürde für diese Anleger. Diese ist nicht mit Anlegerschutzgesichtspunkten (Zahlung des Ausgabeaufschlages von 5 Prozent) zu begründen (so jedoch BegrRegE zu § 80c Abs. 3, s. S. 39), weil mit dieser Begründung bei diversen anderen Anlageklassen ebenfalls eine Mindesthaltefrist zu bestimmen wäre. Die zweijährige Mindesthaltefrist ist auch zur Erhaltung der Liquidität der Sondervermögen unnötig. Abgesehen von den sich ohnedies verkürzenden Zyklen bei der Immobilienanlage, ist für eine Liquiditätssicherung eine Separierung der Anlegergruppen nach Risikopotential erforderlich.

(c) Die vorgeschlagene Änderung dient der redaktionellen Klarstellung. Nach dem seitens der Bundesregierung verfolgten Konzept einer Mindesthaltefrist mit Transaktionsfreibeträgen kommt es bei den Transaktionsfreibeträgen nicht auf die Höhe des Be-

standes Anlegers in seinem Bank- oder Fondsdepot an, sondern darauf, wann nach den historisierten Daten die Anschaffung der jeweiligen Fondsanteile erfolgte.

2)

(a) Die Änderung ist eine redaktionelle Folgeänderung des Änderungsantrages zu Art. 3 Nr. 7b (§ 80c Abs. 3 – neu -).

(b) Mit der Ergänzung in Abs. 4 wird eine Differenzierung zwischen Privatanlegern und institutionellen Anlegern verfolgt, die sowohl im Sinne des Anlegerschutzes als auch im öffentlichen Interesse (Funktionsfähigkeit der Anlageklasse Offene Immobilienfonds durch Sicherstellung einer angemessenen Liquiditätsausstattung) geboten ist.

Die Trennung der Anlegergruppen ist auch entgegen der Meinung der Bundesregierung rechtlich wie technisch möglich: Zum einen kommt es rechtlich nicht auf die Frage an, ob Fondsanteile Inhaber- oder Namenspapiere sind. Denn nicht die Kenntnis der Kapitalanlagegesellschaft über ihre Anleger ist entscheidend. Entscheidend ist der Kenntnisstand der depotführenden Stellen. Die – wie hier vorgeschlagen – in Analogie zu § 31a WpHG erfolgende Differenzierung der Anlegergruppen ist zum anderen technisch bereits in den Systemen der depotführenden Stellen erfasst. Dadurch werden auch die als problematisches Gegenbeispiel angeführten Vermögensverwalter, die keineswegs immer, aber gelegentlich als natürliche Person auftreten, zutreffend als professionelle Anleger eingruppiert.

(c) Privatanleger zahlen anders als institutionelle Anleger beim Kauf Offener Immobilienfonds regelmäßig einen Ausgabeaufschlag in Höhe von durchschnittlich von 5 Prozent. Die Reduktion des Rücknahmeabschlags für Privatanleger ist daher geboten, um eine gleichmäßige ökonomische Belastung der beiden Anlegergruppen sicherzustellen. Eine formal gleiche Behandlung der Anlegergruppen bei der Höhe des Rücknahmeabschlags würde in der Praxis zu einer nicht wünschenswerten, weil nicht risikoadäquaten, Benachteiligung der Privatanleger führen.

(d) Unter dem Gesichtspunkt der Risikoadäquanz ist mithin auch die Absenkung des Rücknahmeabschlags für das vierte Jahr nach Anschaffung geboten. Denn empirische Daten der Industrie zeigen, dass Privatanleger typischerweise eine längere durchschnittliche Haltedauer bei Offenen Immobilienfonds als 5 Jahre haben.

3) Der neu einzufügende Absatz 5 ist die konsequente Weiterführung der in Absatz 4 vorgenommenen Beschränkung des Anwendungsbereichs des Absatzes 4 auf Privatanleger. In Absatz 5 wird die Regelung für institutionelle Anleger komplettiert. Die Zuordnung eines Anlegers zu den entsprechenden Anlegergruppen obliegt ebenso wie der Nachweis des Erwerbszeitpunktes den (inländischen) depotführenden Stellen. Diese Daten müssen die depotführenden Stellen ohnedies vorhalten. Genau diese Separierungsmöglichkeit setzt die Bundesregierung in Art. 1 Nr. 5a des Regierungsentwurfs selbst voraus, weswegen es keine Bedenken gibt, daran auch bei Regulierung der Offenen Immobilienfonds anzuknüpfen.

Die Regelung begründet jedoch kein absolutes Rücknahmeverbot. Vielmehr wird bestimmt, dass die Vertragsbedingungen von Immobilien-Sondervermögen für institutionelle Anleger in den Vertragsbedingungen Kündigungsfristen oder alternativ Rücknahmeabschläge von 10 Prozent verlangen müssen. Durch die Statuierung einer dauerhaften Kündigungsfrist für institutionelle Anleger wird vor allem ein negativer Effekt vermieden, der zur Folge gehabt hätte, dass institutionelle Anleger (bei einer Regelung parallel zu den Privatanlegern) nach Ablauf von 3 Jahren (bei einer gekürzten Mindesthaltefrist von 12 Monaten) hätten frei verfügen dürfen. Dies hätte lediglich einen zeitlichen Vortrag der bestehenden Risiken auf die Zukunft zur Folge gehabt. Dies würde dem erheblichen Risikopotential der Rückgabe großer Tranchen durch institutionelle Anleger nicht dauerhaft gerecht werden.

Die Statuierung eines Rücknahmeabschlages in Höhe von 10 Prozent als Alternative zu einer zwingenden 12 monatigen Kündigungsfrist ist auch der Höhe nach geeignet, erforderlich und angemessen, um die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes effektiv zu schützen. Durch den hohen Rücknahmeabschlag als Alternative zu einer 12 monatigen Kündigungsfrist riskieren institutionelle Anleger bei Wahl der Alternative „Rücknahmeabschlag“ die Rendite von ca. 24 Monaten (eine Rendite von 5 Prozent p.a. unterstellend). Dies wird institutionelle Anleger, insbesondere Dachfondsmanager, effektiv und dauerhaft davon abhalten, in Niedrigzinsphasen freies Kapital statt in Geldmarktfonds in Offenen Immobilienfonds zur Erzielung einer aktiven Rendite gegenüber dem risikolosen Zins zu parken und damit bei Rückgaben hoher Beträge die Schließung Offener Immobilienfonds zum Nachteil aller Privatanleger zu provozieren.

Der Verweis auf § 116 InvG dient dazu, eine entsprechende Anwendung der Modalitäten bei nicht börsentäglicher Rückgabemöglichkeit (hier: für institutionelle Anleger) sicherzustellen.

4) Der neu einzufügende Absatz 6 gibt dem Bundesministerium der Finanzen bzw. der Bundesanstalt die Möglichkeit, Ausführungsbestimmungen zur Umsetzung der Absätze 3 bis 5 zu erlassen. Da die Kapitalanlagegesellschaften bzw. die Depotbank der Offenen Immobilienfonds bei Anteilscheinausgabe bzw. -rücknahme keine Erkenntnisse über die Identität der Anleger haben, sondern diese in der Regel als Sammelorders der Broker erhalten, ist es zwingend, dass die depotführenden Stellen effektiv und DV-gestützt (und damit unbürokratisch) die Einhaltung der Fristen etc. überprüfen. Es ist von zentraler Bedeutung, dass die Kontrolle allein auf Ebene der depotführenden Stellen erfolgt und nicht gesetzgeberisch eine unnötige und bürokratische Datensammlung auf Ebene der Kapitalanlagegesellschaften erfolgt. Ob eine solche Zielsetzung besteht, bleibt im Regierungsentwurf offen. Eine solche Datenzusammenführung hätte keinen in Verhältnis zu dem immensen Aufwand stehenden Nutzen.

c) Übergangsfrist (§ 145 Abs. 4 InvG-E)

I. Änderungsvorschlag:

§ 145 Abs. 4 wird wie folgt geändert:

- 1) In Satz 1 wird die Zahl „2011“ durch „2012“ ersetzt.
- 2) In Satz 1 wird die Zahl „2012“ durch „2013“ ersetzt.

II. Begründung:

- 1) Die Änderungen dienen der Sicherstellung einer hinreichenden Übergangsfrist, um vor allem den depotführenden Stellen die nötigen DV-technischen Anpassungen (Schnittstellen zwischen depotführenden Stellen und Fondsdepotbank) zur Überwachung der Mindesthaltefristen, Kündigungsfristen, Transaktionsfreibeträge und ggf. Rücknahmeabschlüsse programmieren zu lassen. Dies ist im Zeitraum zwischen Verkündung des Gesetzes im zweiten Quartal 2011 bis zum 1. Januar 2012 nicht realistisch möglich. Es bedarf einer Anpassungsfrist, die sich hinsichtlich ihrer Dauer an der Einführung der Neuordnung der Einkünfte aus Kapitalvermögen („Abgeltungssteuer“) orientiert.
- 2) Es handelt sich um eine Folgeänderung zu Punkt a).