

8. März 2013

**Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbandes  
zum Gesetzentwurf des Bundesministeriums der Finanzen  
zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie  
2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds  
vom 12.12.2012**

Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. - vzbv  
Fachbereich Finanzdienstleistungen  
Markgrafenstr. 66  
10969 Berlin  
fdl@vzbv.de  
[www.vzbv.de](http://www.vzbv.de)

## Gliederung

<b>I. Zusammenfassung</b> .....	<b>3</b>
<b>II. Regulierung des Vertriebs</b> .....	<b>6</b>
1. Provisionsinduzierte Interessenkonflikte in der Finanzvermittlung .....	6
2. Vertriebsbeschränkung bei geschlossenen Publikums-AIF .....	6
2.1. Bewertung der im Gesetzentwurf vorgesehenen Vertriebsbeschränkung (20.000 Euro Mindestanlage mit Verweis auf semi-professionellen Anleger) .....	6
2.2. Gegen die de-minimis-Regelung bei Publikums-AIF .....	8
2.3. Vertriebsbeschränkung nicht nur für Ein-Objekt-Fonds.....	9
2.4. Richtlinienkonformes Verbot des aktiven Vertriebs für AIF.....	9
2.5. Abweichen vom Grundsatz der Richtlinie nur unter Voraussetzungen .....	10
3. Regulierung und Beaufsichtigung von Finanzvermittlern.....	10
<b>III. Richtlinienkonformes Sondervermögen im Sinne des alten Investmentgesetzes (InvG)</b> .....	<b>11</b>
1. Verwahrstelle .....	11
2. Kostentransparenz - Angabe der Transaktionskosten .....	11
<b>IV. Offene Immobilienfonds</b> .....	<b>12</b>
1. Erhalt der Flexibilität von OIF für Kleinanleger .....	12
2. Bewertung der Vermögensgegenstände in offenen Immobilienfonds .....	13
3. Verwaltung und Abwicklung von OIF im Falle von Fondsschließungen .....	14
<b>V. AIF-Regelungen</b> .....	<b>15</b>
1. Zugangsbeschränkungen und Vertriebszulassung bei offenen Publikums – AIF ..	15
2. Bewertung der Vermögenswerte in AIFs unbedingt durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss.....	16
3. Fremdfinanzierungsquote bei geschlossenen Fonds.....	17
4. Erwerbs- und Verkaufsmöglichkeiten innerhalb des Konzerns .....	18
5. Verwahrstelle .....	18
6. Deckelung und Offenlegung von Provisionen.....	19
7. Mietgarantien .....	19
<b>VI. Allgemeine Vorschriften - Widerrufsrecht</b> .....	<b>19</b>

## I. Zusammenfassung

Mit dem vorliegenden Entwurf werden die Umsetzungsakten der OGAW-Richtlinie und der AIFM-Richtlinie im Kapitalanlagegesetzbuch zusammen geführt. Gleichzeitig werden gerade erst getroffene Regelungen im Gesetz über Vermögensanlagen wieder aufgehoben. Die verbraucherpolitische Zielsetzung dieses Gesetzgebungsverfahrens muss die Erhaltung bestehender Verbraucherschutznormen und darüber hinaus das Schließen bestehender Schutzlücken sein. Hierzu lauten unsere Hauptforderungen:

### Verbot von Provisionen in der Finanzanlageberatung

- Nach allen uns vorliegenden Erkenntnissen und Beobachtungen ist eine ausnahmslos und ausschließlich am Bedarf der Verbraucher orientierte Beratung und Empfehlung mit einer auf Provisionen basierten Beratung und Vermittlung nicht vereinbar. Provisionen und andere Vertriebsanreize, die durch den Produkthanbieter gezahlt werden, erzeugen Interessenkonflikte, die zu schlechten und falschen Finanzempfehlungen führen. Gute Finanzentscheidungen werden konterkariert. Wir fordern daher ein **Provisionsverbot in der Vermittlung von Finanzprodukten**.

### Regulierung des Vertriebs von AIF

- Mit Blick auf massive Probleme in Form von Falschberatungen bei geschlossenen Fonds und die damit seit Jahren verbundenen Rechtsstreitigkeiten fordern wir ein **grundsätzliches Verbot des aktiven Vertriebs geschlossener Fonds an Privatkunden**. Auch die im vorliegenden Gesetzentwurf vorgesehene Regulierung wird nichts daran ändern, dass es sich bei diesem Finanzprodukt um eine für Privatanleger ungeeignete Anlageform handelt. Zumindest darf sich aber die im Gesetzentwurf vorgesehene Vertriebsbeschränkung nicht auf Ein-Objekt-Fonds beschränken, sondern ist ebenfalls auf sogenannte „risikodiversifiziert geschlossene Fonds“ zu beziehen. Eine Unterscheidung zwischen „**Ein-Objekt-Fonds**“ und „**risikodiversifiziert geschlossenen Fonds**“ **halten wir für gänzlich ungeeignet**, weil die im Gesetzentwurf vorgesehene Risikomischung noch lange kein diversifiziertes Portfolio erzeugt.
- Vom Verweis auf den **semi-professionellen Anleger ist unbedingt Abstand zu nehmen**, weil diese Regelung überhaupt keine anlegerschützende Funktion entfalten kann, sondern allein der Freizeichnung von Haftung des Vertriebs dient. Mit Blick darauf, dass geschlossene Fonds nach dem Gesetzentwurf als Publikums-AIF aufgelegt werden können, raten wir dringend an, **keinen Gebrauch von der de-minimis-Regelung bei Publikums-AIF** zu machen.
- Sollte weiterhin der **aktive Vertrieb** von AIF in Deutschland möglich bleiben, so sollte dieser zumindest **an folgende Bedingungen geknüpft** werden: 1. keine Ausweitung der de-minimis-Regelung auf Publikums-AIF, 2. Investitionen in einen geschlossenen Fonds sind gesetzlich auf höchstens 5 Prozent des freien Vermögens zu begrenzen, 3. die Bewertung aller illiquiden Vermögensgegenstände im geschlossenen Fonds erfolgt durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss.

- Der vorliegende Gesetzentwurf verhindert eine einheitliche Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzvertriebs. Es bleibt bei der gewerberechtlichen Regulierung des freien Finanzvertriebs. Wir fordern eine umfassende und **einheitliche Überwachung des gesamten Finanzvertriebs durch die BaFin.**

#### Investmentfonds und Offene Immobilienfonds

- Bei einer Zugehörigkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle zum selben Konzern besteht ein erhöhtes Potential an Interessenkonflikten. Nur durch die Wahl einer konzernfremden Verwahrstelle kann die Kontrollfunktion der Verwahrstelle gestärkt werden. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Gewährleistung einer effektiven Überwachung der Kapitalverwaltungsgesellschaft fordern wir eine Bestimmung, wonach die **Verwahrstelle nicht dem selben Konzern wie die Kapitalverwaltungsgesellschaft angehören darf.**
- Die Angabe der sogenannten **Gesamtkostenquote** konnte bislang nicht das vom Gesetzgeber anvisierte Ziel erfüllen, dem Anleger alle Kosten und Gebühren, die mittelbar oder unmittelbar vom diesem zu tragen sind, transparent zu machen. Wir fordern, dass die **Transaktionskosten für den jeweiligen Fonds im Jahresbericht ausgewiesen** werden und neben der Gesamtkostenquote die auf beiden Kostenpositionen **aufsummierte Gesamtbelastung** dargestellt wird.
- Wir begrüßen den Erhalt der Möglichkeit, offene Immobilienfonds neu aufzulegen. Für Kleinanleger sollte die Möglichkeit erhalten bleiben, in bestimmten Grenzen Anteile auch ohne Mindesthalte- oder Kündigungsfrist zurückgeben zu können. Für akzeptabel halten wir eine **Absenkung der Rückgabebeträge** von 30.000 Euro pro Halbjahr **auf 10.000 Euro pro Jahr bzw. 5.000 Euro pro Halbjahr**, zumal Kleinanleger, sofern sie denn bedarfsgerecht beraten würden, ohnehin die Anlagesumme auf mehrere OIF verteilen. Niedrige Freigrenzen sind als Schutz vor Fondsschließungen im Fall von Liquiditätsschwierigkeiten im OIF zu werten und dienen damit unmittelbar dem Anlegerschutz.
- In der Wertermittlung bei OIF sollte unbedingt am Bewertungsverfahren mittels eines **Sachverständigenausschusses festgehalten** werden. Die Unabhängigkeit der Gutachter sollte aber weiter gestärkt werden. Beispielsweise dadurch, dass wesentliche Bestandteile der **Gutachten zu veröffentlichen** sind.
- Die Verwaltung und Abwicklung von OIF im Falle von Fondsschließungen sollte eine **wertschonende Abwicklung** für Anleger sicherstellen. Für das Ziel einer wertschonenden Liquidation und einer differenzierten Berücksichtigung von Anlegerinteressen entsprechend ihrer jeweiligen Präferenzen könnte aus unserer Sicht das so genannte Teilungsmodell geeignet sein.

#### AIF-Regelungen

- Innerhalb der Zulassungsprüfung sollte eine materielle Geeignetheitsprüfung des konkreten Angebots für Privatkunden vorgesehen werden.
- Alle **illiquiden Vermögensgegenstände**, die sich **in AIF-Investments** befinden, die an Privatanleger verkauft werden dürfen, sollten durch einen **unabhängigen Sachverständigenausschuss zu ermitteln** sein.

- Zur Reduzierung eines Totalverlusttrisikos sollte die Fremdfinanzierungsquote bei geschlossenen Fonds zum Zeitpunkt der Platzierung auf höchstens **30 Prozent gedeckelt** werden. Dies allerdings nur unter der Voraussetzung, dass sich die **Fremdfinanzierungsquote** allein auf das Fondsvermögen (nicht auf das Fondsvolumen) bezieht.
- Um Anlegerrisiken aufgrund von Interessenkonflikten auf Ebene der Verwaltungsgesellschaft auszuschließen, sollten **Erwerbs- und Verkaufsmöglichkeiten von Wertgegenständen bei geschlossenen Fonds innerhalb des Konzerns strikt ausgeschlossen** sein.
- Um Interessenkonflikte auf Ebene der Emittenten zu vermeiden, sollte auch bei geschlossenen Fonds die Pflicht zur **Verwahrstelle** gelten. Als solche sollten nur **Depotbanken** zulässig sein.
- Die Summe aller **Zuwendungen**, die an den Verkäufer von AIF fließen, sind der Höhe nach zu **deckeln**. Als Richtschnur kann der Höchstzillmersatz nach der Deckungsrückstellungsverordnung von 4 Prozent der Planbeitragssumme herangezogen werden. Zusätzlich sind sämtliche **Zuwendungen in Euro und Cent** durch die Verkäufer **offenzulegen**.

## **II. Regulierung des Vertriebs**

### **1. Provisionsinduzierte Interessenkonflikte in der Finanzvermittlung**

Wir unterstützen das Ziel, Produktrisiken zu mindern um die Marktstabilität zu stärken. Anforderungen für die Zulassung und Aufsicht über Verwalter alternativer Investmentfonds sind notwendig, um dieses Ziel zu erreichen. Allerdings können solche Maßnahmen nur dann ihre beabsichtigte Wirkung entfalten, wenn man gleichzeitig den Produktvertrieb so regelt, dass sich die Beratung und Empfehlung von Finanzprodukten streng und ausschließlich am Bedarf der Verbraucher orientiert.

Nach allen uns vorliegenden Erkenntnissen und Beobachtungen ist eine ausnahmslos und ausschließlich am Bedarf der Verbraucher orientierte Beratung und Empfehlung mit einer auf Provisionen basierten „Beratung“ nicht vereinbar. Provisionen und andere Vertriebsanreize, die durch den Produkthanbieter gezahlt werden, beeinflussen den Vertrieb in seiner Empfehlung und erzeugen unüberwindbare Interessenkonflikte, die zu schlechten und falschen Produktempfehlungen führen.

Das Problem nicht bedarfsgerechter oder gar falscher Beratung kann mit einer Regulierung, die ausschließlich auf die Produkte selbst abzielt, nicht gelöst werden. Auch Informationspflichten beseitigen Interessenkonflikte nicht. Voraussetzung für eine Beratung, die den Bedarf in den Mittelpunkt stellt und ergebnisoffen ist, ist eine Entkoppelung der Vergütung vom Zwang der Vermittlung. Diese Voraussetzung ist bei der Honorarberatung gegeben. Die Beratung unterscheidet sich vom Vertrieb dadurch, dass ein Berater in der Lage ist, aus der Menge der am Markt befindlichen Produkte die tatsächlich im Einzelfall passenden zu empfehlen. Erst wenn Berater nicht auf Basis der Höhe der Vermittlungsvergütung, sondern nach strengen Effizienz- und Geeignetheitskriterien Produkte empfehlen, kann sich Wettbewerb auf Produktebene entfalten. Vermittlungsvergütungen verhindern einen Qualitätswettbewerb.

Wir unterstreichen und wiederholen daher unsere Forderung, den Markt für Finanzberatung zumindest mittelfristig auf eine reine Honorarberatung umzustellen und Provisionen und sonstige Vertriebsanreize konsequent zu verbieten.

### **2. Vertriebsbeschränkung bei geschlossenen Publikums-AIF**

Mit Blick auf massive Probleme in Form von Falschberatungen bei geschlossenen Fonds fordert der vzbv seit Jahren ein grundsätzliches Verbot des aktiven Vertriebs an Privatkunden im Sinne des § 31a Abs. 3 WpHG. Auch die im vorliegenden Gesetzentwurf vorgesehene Regulierung wird nichts daran ändern, dass es sich bei diesem Finanzprodukt um eine für Privatanleger ungeeignete Anlageform handelt.

#### **2.1. Bewertung der im Gesetzentwurf vorgesehenen Vertriebsbeschränkung (20.000 Euro Mindestanlage mit Verweis auf semi-professionellen Anleger)**

Der Gesetzentwurf sieht vor, dass geschlossene inländische Ein-Objekt-Publikums-AIF nur dann an Privatanleger verkauft werden dürfen, wenn diese mindestens 20.000 € investieren. Doch absolute Mindestgrenzen sind kein geeignetes Kriterium zur Vermeidung von Klumpenrisiken auf der Ebene der Anteilseigner. Statt einer Mindestanlagesumme wäre eine Höchstgrenze, bezogen auf das freie Vermögen, sinnvoll, um den Verbraucher zu schützen. Warum jemand der 20.000 € investiert weniger schützenswert sein soll, als jemand der

10.000 € investiert, ist nicht nachvollziehbar. Hier sind relative Anlagegrenzen, wie auch vom VGF zum Diskussionsentwurf selber vorgeschlagen, sinnvoller. Wir plädieren für eine Grenze in Höhe von maximal 5 Prozent des freien Vermögens (vgl. unten 2.4.).

Der Gesetzentwurf sieht vor, dass kumulativ zu der Mindestanlage von 20.000 Euro geschlossene inländische Ein-Objekt-Publikums-AIF nur dann an Privatanleger verkauft werden dürfen, wenn die in § 1 Absatz 19 Nummer 33 Buchstabe a Doppelbuchstaben bb bis ee KAGB-E genannten Voraussetzungen erfüllt sind. Diese Voraussetzungen haben aber keinerlei Schutzfunktion für den Verbraucher. Sie sind ursprünglich für den semi-professionellen Anleger vorgesehen. Gedacht ist dabei an Stiftungen, Kirchen und Versorgungswerke. Ihnen gleich soll der Privatanleger künftig nach bb) separat schriftlich erklären, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist. Die Gefahr besteht, dass diese isolierte Erklärung dem Verbraucher vom Vertrieb untergeschoben wird. Insgesamt schützt die Erklärung nicht den Verbraucher, sondern die AIF Verwaltungsgesellschaft, die im Falle einer gerichtlichen Auseinandersetzung eine „gesetzlich vorgeschriebene“ Beweiserleichterung an die Hand bekommt.

Die Regelung mag für einen tatsächlichen semi-professionellen Anleger zweckmäßig sein. Er handelt nicht persönlich für sich, sondern für andere und ist aufgrund höherer Sachkunde auch geeignet, sich der Bedeutung und des Umfangs seiner Erklärung bewusst zu sein. Bei einem Privatanleger ist davon regelmäßig nicht auszugehen. Wenn die Bundesregierung in der Gesetzesbegründung angibt,

*„Satz 2 dient dem Anlegerschutz und steht in Verbindung mit der Voraussetzung nach Satz 1 Nummer 2 Buchstabe b, nach der der Anleger schriftlich angeben muss, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Investition bewusst ist. Um diese Bestätigung abgeben zu können, muss der Anleger die Risiken kennen.“* (Begründung, S. 499)

geht von dieser Regelung die große Gefahr aus, dass sie von Anbieterseite missbraucht werden kann. Die Erfahrung aus der Verbraucherberatung zu Lehman Zertifikaten belegt, dass solche Formalien Anlegern untergeschoben werden, um Vermittler von der Haftung frei zu zeichnen. Verbraucher würden damit also die Kenntnis über Risiken mit ihrer Unterschrift bestätigen, die sie faktisch nicht haben. In solchen Fällen, lässt sich eine Falschberatung kaum noch nachweisen. Verbraucher zeichnen Banken mit ihrer Unterschrift an dieser Stelle von jeder Haftung frei.

Es ist auch nicht nachvollziehbar, warum als semi-professioneller Anleger nur der gilt, der die Vorschriften in § 1 Absatz 19 Nummer 33 Buchstabe a Doppelbuchstaben bb bis ee KAGB-E erfüllt und zusätzlich mindestens **200.000 Euro** anlegt, während beim Privatanleger **20.000 Euro** genügen sollen. Auch dieser **Widerspruch** legt nahe, dass die Vorschrift überhaupt nicht als Schutzvorschrift konzipiert ist, sondern lediglich die Anlagetätigkeit des semi-professionellen Anlegers vereinfachen sollte. Auch dieser Widerspruch legt nahe, den Verweis auf den semi-professioneller Anleger zu streichen.

Auch die weiteren in cc) - ee) genannten Voraussetzungen sind weder geeignet, hinreichend sicherzustellen, dass der Verbraucher um die Komplexität und die Risiken der Anlage weiß. Noch erfüllen sie eine Schutzfunktion. Denn es ist die

AIF-Verwaltungsgesellschaft die diese Bewertung vornimmt und dabei potentiell in einem Interessenkonflikt steht. Die Kriterien sehen unter anderem vor, dass sie „hinreichend davon überzeugt ist, dass er in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen...“.

Die Einschätzung erfolgt letztlich nach rein subjektiven Maßstäben. Dies lehnen wir ab.

Vergleicht man dahingehend die Anforderungen an einen professionellen Anleger mit der, die an einen semi-professionellen gestellt werden, bleiben die Anforderungen an letzteren deutlich hinter denen an den professionellen zurück. Nach § 31a Absatz 7 WpHG kann sich ein Privatkunde als professioneller Kunde einstufen lassen, wenn er ausschließlich **objektive** Kriterien erfüllt, dergestalt, dass er an dem Markt, an dem die Finanzinstrumente gehandelt werden, für die er als professioneller Kunde eingestuft werden soll, während des letzten Jahres durchschnittlich zehn Geschäfte von erheblichem Umfang im Quartal getätigt hat, über Bankguthaben und Finanzinstrumente im Wert von mehr als 500.000 Euro verfügt und mindestens für ein Jahr einen Beruf am Kapitalmarkt ausgeübt hat, der Kenntnisse über die in Betracht kommenden Geschäfte, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen voraussetzt. Zwei dieser drei Kriterien müssen erfüllt sein, damit er als professioneller Kunde eingestuft werden kann.

Dies sind taugliche Kriterien - die subjektive Einschätzung desjenigen, der am Vertrieb Interesse hat, ist dagegen abzulehnen.

Wir untermauern damit unsere Forderung, den aktiven Vertrieb von geschlossenen AIF an Privatanleger gänzlich zu verbieten. Sollte es bei der Möglichkeit des aktiven Vertriebs bleiben, ist insbesondere aber vom Verweis auf den semi-professioneller Anleger gänzlich Abstand zu nehmen.

## 2.2. Gegen die de-minimis-Regelung bei Publikums-AIF

So sehen wir auch die im Regierungsbeschluss vorgesehene de-minimis-Regelung für die Verwaltung geschlossener Publikums-AIF kritisch, da sich dieses unmittelbar auf die Vertriebsmöglichkeiten an Privatanleger auswirkt. Der vzbv fordert eindringlich, die de-minimis-Regelung nicht auf Publikums-AIF zu erstrecken. Denn damit entfielen auch die formalen Zulassungsvoraussetzungen, insbesondere die Erlaubniserteilung seitens der BaFin. Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung sind u. a. die Erfüllung von Kapitalanforderungen, Zuverlässigkeitsvoraussetzungen und die fachliche Eignung des Leiters und ein tragfähiger Geschäftsplan. Des Weiteren hat die AIF zusätzlich Angaben zur Vergütungspolitik und zu Auslagerungsvereinbarungen (zwecks Vermeidung von Briefkastenfirmen) zu erteilen. Risikocontrolling-, Liquiditätsmanagement-, Aufklärungs- und umfangreiche Berichtspflichten sind zu erfüllen. Wir sehen hier große Gefahren, dass z. B. Tochtergesellschaften gegründet werden einzig zu dem Zweck diese strengen Voraussetzungen zu umgehen und damit die bestehenden Schutzvorschriften auszuhebeln. Der vzbv sieht durchaus, dass von seiner Forderung zum Beispiel auch Bürgerbeteiligungen in regenerative Energien umfasst sind, zumindest sofern sie nicht dem Ausnahmetatbestand der „operativ tätigen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ nach § 1 Absatz 1 KAGB-E unterfallen. Es kann aber nicht sein, dass gewünschte Energiewende auf dem Rücken des Anlegerschutzes ausgetragen wird. Wir halten andere Abgrenzungskriterien als die Summe von 100 Millionen für weitaus effektiver. Diese dürften mit der Richtlinie aber kaum vereinbar sein. Um kleine Projekte, die dennoch nicht dem

Ausnahmetatbestand nach § 1 Absatz 1 KAGB-E unterfallen, nicht in Bezug auf Komplexität und Kosten zu überfordern, schlägt der vzbv eine deutlich niedrigere Grenze von 10 oder maximal 20 Millionen Euro vor.

### **2.3. Vertriebsbeschränkung nicht nur für Ein-Objekt-Fonds**

Da die in § 262 Absatz 1 KAGB-E vorgesehene Risikomischung noch lange kein diversifiziertes Portfolio erzeugt, darf die Vertriebsbeschränkung nicht auf Ein-Objekt-Fonds beschränkt werden, sondern ist ebenfalls auf sogenannte „risikodiversifiziert geschlossene Fonds“ zu beziehen.

### **2.4. Richtlinienkonformes Verbot des aktiven Vertriebs für AIF**

Ein Verbot des aktiven Vertriebs bezogen auf Zertifikate hatte der vzbv im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Anleihen für strukturierte Anleihen gefordert. Mit Stellungnahme vom 12.06.2009 wurde diese Forderung wie folgt begründet:

*„Ein Großteil der angebotenen Zertifikate wird von Emissionsbanken mit einer Vielzahl von Optionen und Garantien ausgestattet, bei denen selbst professionelle Marktteilnehmer nur schwer ermitteln können, wie weit der vom Emissionshaus verlangte Preis von einem fairen Marktpreis abweicht. Durch diese Intransparenzen können zu Lasten der Verbraucher teure und riskante Finanzprodukte veräußert werden, die bei transparenteren Produkten, wie beispielsweise Investmentfonds, nicht akzeptiert werden würden. Selbst eine ausführliche Information durch ein Wertpapierprospekt reicht nicht aus, den Verbraucher in die Lage zu versetzen, das Produkt zu verstehen. Diese Komplexität der Produkte führt dazu, dass sich der Privatkunde allein auf die Richtigkeit der Aussagen seines Beraters verlassen muss. Den im Rahmen eines solchen Beratungsgesprächs getätigten Angaben des Anlageberaters ist der Privatanleger aufgrund des regelmäßig bestehenden Wissensunterschieds nicht selten hilflos ausgeliefert.“*

*Dieser Vorschlag stellt sicher, dass strukturierte Anleihen nur noch an Kunden vertrieben werden dürfen, die aufgrund ihrer Erfahrung „auf Augenhöhe“ mit dem Emittenten oder dem Vertrieb solcher Anleihen agieren können. ... Die Beschränkung der Veräußerung von strukturierten Anleihen an Privatkunden ist sachgerecht, denn es ist keinerlei volkswirtschaftlicher Nutzen darin zu erkennen, dass erhebliche Teile der Altersversorgung breiter Bevölkerungskreise in Finanzprodukten angelegt werden, die die Verbraucher und Verbraucherinnen nicht verstehen.“*

Diese Begründung lässt sich eins-zu-eins auf eine Vertriebsbeschränkung von geschlossenen Publikums-AIF übertragen.

Neben der vielfältig zu hohen Produktkomplexität kommt hinzu, dass für Verbraucher beim Erwerb von geschlossenen Fonds, die ihnen regelmäßig im Wege einer Erstplatzierung verkauft werden, das grundsätzliche Risiko eines überhöhten, unfairen Preises besteht. Denn es fehlt hier an einem Preisbildungsmechanismus. Der Emittent stellt allein auf einer von ihm gewählten Grundlage den Preis. Eine börsliche oder sonstige vom Emittenten unabhängige Preisbildung fehlt. Verbraucher haben keine Möglichkeit einzuschätzen, ob der Preis fair und angemessen ist. Gerade diese Frage ist aber entscheidend dafür, ob die Anlageform überhaupt eine Chance auf Rendite besitzt.

So geht auch die Europäische Kommission zunächst von einem Verbot des Vertriebs an Kleinanleger aus. Die von uns geforderte Vertriebsbeschränkung ist damit richtlinienkonform: Sie sollte unbedingt auch so von Deutschland für die nationale Regulierung übernommen werden.

### **2.5. Abweichen vom Grundsatz der Richtlinie nur unter Voraussetzungen**

Wenn der nationale Gesetzgeber dabei bleiben sollte, vom Grundsatz der Richtlinie 2011/61/EU eines grundsätzlichen Verbots des Vertriebs von geschlossenen Fonds an Privatkunden abzuweichen und stattdessen von der Option nach Artikel 43 Gebrauch zu machen und den aktiven Vertrieb zuzulassen, so kann dies unseres Erachtens nur unter mindestens drei Voraussetzungen erfolgen:

1. Keine Ausweitung der de-minimis-Regelung auf Publikums-AIF: Der vzbv fordert, dass auch geschlossene Publikums-AIF, die weniger als 100 Mio. Euro verwalten, einer Erlaubniserteilung seitens der BaFin bedürfen und sämtlichen Regelungen über Erlaubnis, die allgemeinen Verhaltens- und Organisationspflichten sowie den Maßnahmen der Aufsichtsbehörde unterliegen.
2. Wie auch vom VGF vorgeschlagen, sollten Investitionen in einen geschlossenen Fonds gesetzlich auf einen bestimmten Anteil des freien Vermögens des Anlegers begrenzt werden, um so den Grundsatz der Risikostreuung zu garantieren. Aus unserer Sicht sollte die Grenze bei höchstens 5 Prozent des freien Vermögens liegen (Anlagevermögen in Wertpapiere und Einlagen ohne Anwartschaften, Schmuck, Gemälde, Immobilien u.ä.).
3. Die Bewertung aller illiquiden Vermögensgegenstände in geschlossenen Fonds muss durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss erfolgen, der gemäß den Anforderungen des noch geltenden § 77 InvG reguliert ist (vgl. dazu IV. 2.).

### **3. Regulierung und Beaufsichtigung von Finanzvermittlern**

Auch der vorliegende Gesetzentwurf vernachlässigt die Umsetzung einer einheitlichen Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzvertriebs. Es bleibt bei der gewerberechtlichen Regulierung des freien Finanzvertriebs. Somit wird weiterhin der Weg für eine einheitliche Aufsicht über den Finanzvertrieb versperrt. Durch die gewerberechtliche Lösung auf der einen und die KWG-Aufsicht auf der anderen Seite bleibt es bei der zersplitterten Regulierungs- und Aufsichtsstruktur. Der freie Finanzvertrieb ist der Kontrolle der Gewerbeämter oder IHKn unterstellt. In Abhängigkeit vom verkauften Produkt gelten weiterhin unterschiedliche Regeln und eine unterschiedliche Kontrolle der Einhaltung dieser Regeln. Dies ist weder im Sinne des Anlegerschutzes zufriedenstellend noch steht es im Einklang mit dem Koalitionsvertrag. Laut Koalitionsvertrag sollte der Anlegerschutz durch Schaffung eines konsistenten Finanzdienstleistungsrechts gestärkt werden, um so Verbraucher zukünftig besser vor vermeidbaren Verlusten und falscher Finanzberatung zu schützen. Ein angemessener Anlegerschutz gegen unseriöse Produkthanbieter und Falschberatung soll prinzipiell unabhängig davon gewährleistet werden, welches Produkt oder welcher Vertriebsweg vorliegt. Dieses Ziel kann mit einer zersplitterten Finanzaufsicht nicht erreicht werden.

Wir bekräftigen damit unsere Forderung nach einer umfassenden und einheitlichen Überwachung des gesamten Finanzvertriebs durch die BaFin.

### **III. Richtlinienkonformes Sondervermögen im Sinne des alten Investmentgesetzes (InvG)**

Zwar werden die wesentlichen Vorschriften des InvG unverändert in das KAGB überführt. Damit bleiben aber unsere Kritikpunkte an den bestehenden Regelungen im InvG bestehen:

#### **1. Verwahrstelle**

Wir sehen weiterhin ein erhöhtes Potential an Interessenkonflikten bei einer Zugehörigkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle zum selben Konzern. Nur durch die Wahl einer konzernfremden Verwahrstelle kann die Kontrollfunktion der Verwahrstelle gestärkt werden. Die bestehenden Regeln zur Interessenkollision in § 70 KAGB-E reichen bei weitem nicht aus.

Die Notwendigkeit dieser Trennung tritt zudem in der Regelung von § 78 KAGB-E besonders zu Tage. So ist die Verwahrstelle nach § 78 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E berechtigt und verpflichtet, im eigenen Namen Ansprüche der Anleger wegen Verletzung der Vorschriften dieses Gesetzes oder der Vertragsbedingungen gegen die Kapitalverwaltungsgesellschaft geltend zu machen. Gehören Verwahrstelle und Kapitalverwaltungsgesellschaft demselben Konzern an, besteht die Gefahr, dass etwaige Schadensersatzansprüche nicht geltend gemacht werden oder Vergleiche zum Nachteil der Anleger geschlossen werden.

Zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Gewährleistung einer effektiven Überwachung der Kapitalverwaltungsgesellschaft muss § 68 Abs. 1 KAGB-E um eine entsprechende Muss-Bestimmung ergänzt werden, dass die Verwahrstelle nicht demselben Konzern (§ 18 des Aktiengesetzes) wie die Kapitalverwaltungsgesellschaft angehören darf. Eine solche Regelung ist unter anderem in Großbritannien Usus.

#### **2. Kostentransparenz - Angabe der Transaktionskosten**

Die Angabe der sogenannten Gesamtkostenquote konnte bislang nicht das vom Gesetzgeber anvisierte Ziel erfüllen, dem Anleger alle Kosten und Gebühren, die mittelbar oder unmittelbar vom diesem zu tragen sind, transparent zu machen. Die Begründung liegt in der Tatsache, dass die Gesamtkostenquote die Transaktionskosten nicht berücksichtigt. Darauf wird der Verbraucher im Verkaufsprospekt gemäß § 165 Abs. 3 Nr. 6 KAGB-E hingewiesen.

Jedoch fehlt es an einer verpflichtenden Offenlegung der Transaktionskosten etwa im Jahresbericht. Der Verbraucher erhält also die Information, dass man ihn nicht über sämtliche Kosten informiert und hat dann aber nicht die Möglichkeit, sich an anderer Stelle über die zusätzlichen Kosten zu informieren.

Solange die Transaktionskosten nicht ausgewiesen werden müssen, kann ein häufiges Umschichten mit den damit verbundenen hohen Transaktionskosten zu Lasten des Sondervermögens beziehungsweise zu Lasten des Anlegers (so genanntes „Churning“) nicht aufgedeckt werden.

Neben der einzelwirtschaftlichen Problematik, dass Anlegern so die Chance genommen wird, gezielt einen kostengünstigen Fonds zu wählen, wird zusätzlich, gesamtwirtschaftlich betrachtet, ein wünschenswerter und fairer Preiswettbewerb zwischen Investmentfonds unterbunden. Voraussetzung für einen funktionierenden Wettbewerb ist jedoch eine - möglichst produktübergreifende - Transparenz hinsichtlich der Kostenbelastung.

Wir fordern daher, dass die Transaktionskosten für den jeweiligen Fonds im Jahresbericht ausgewiesen werden und neben der Gesamtkostenquote die auf beiden Kostenpositionen aufsummierte Gesamtbelastung dargestellt wird.

#### **IV. Offene Immobilienfonds**

##### **1. Erhalt der Flexibilität von OIF für Kleinanleger**

Wir begrüßen ausdrücklich, dass mit dem Kabinettsbeschluss gegenüber dem Diskussionsentwurf davon Abstand genommen wurde, die Neuauflage offener Immobilienfonds auszuschließen. Offene Immobilienfonds sind, bei einer umfangreichen und klaren Aufklärung über die Fristeninkongruenz und dem damit verbundenen Risiko einer potentiellen Fondsschließung, eine sinnvolle Möglichkeit, als Kleinanleger diversifiziert in Immobilien zu investieren. Aufgrund der größeren Diversifikation sind sie geschlossenen Immobilienfonds auch klar überlegen.

Die in der Öffentlichkeit bekannt gewordenen Verbraucherprobleme aufgrund von Schließungen offener Immobilienfonds gehen auf eine unzureichende, offenkundig provisionsgeleitete Beratung zurück. Der Vertrieb hat diese Produkte regelmäßig als jederzeit verfügbar, sicher und rentabler als andere Geldanlagen angepriesen. Insoweit ist nicht die Produktgestaltung bei offenen Immobilienfonds Ursache von Verbraucherproblemen. Dies unterstreicht nochmals die Notwendigkeit einer effizienten Beaufsichtigung und Regelung von Finanzberatung.

Der vorliegende Gesetzentwurf übernimmt nun weitgehend die Regelungen des Investmentgesetzes, sieht aber eine Streichung der Möglichkeit für Kleinanleger vor, Beträge bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr ohne Mindesthalte- oder Kündigungsfrist zurückgeben zu können. Daneben werden die Rücknahme und Ausgabe von Anteilen weiter reglementiert. Die Rücknahme ist nur noch zu einem bestimmten Termin pro Jahr möglich. Die Ausgabe ist auf vier Termine pro Jahr beschränkt. Diese Regelungen auf der Produktseite tragen dazu bei, dass das Produkt im Vertrieb nicht mehr ohne Einschränkungen als jederzeit verfügbare Anlage beworben werden kann. Wenngleich eine Produktregulierung niemals alle bekannten Probleme in der Finanzberatung zu lösen vermag, begrüßen wir dennoch diese Einschränkungen. Wir regen aber an, Kleinanlegern, für die eine Fehlberatung über die tatsächliche Verfügbarkeit der Geldanlage finanziell erhebliche Auswirkungen haben kann, dennoch eine Option einzuräumen, ohne Mindesthalte- oder Kündigungsfrist Anteile zurückgeben zu können. Dabei würden wir es allerdings begrüßen, die Begrenzung von derzeit 30.000 Euro pro Halbjahr abzusenken auf etwa 10.000 Euro pro Jahr oder 5.000 Euro pro Halbjahr. Niedrige Freigrenzen sind als Schutz vor Fondsschließungen im Fall von Liquiditätsschwierigkeiten im OIF zu werten und dienen damit unmittelbar dem Anlegerschutz. Überdies halten wir solche Freigrenzen aus der Perspektive von Kleinanlegern für absolut angemessen, insbesondere auch, um so der Zweckmäßigkeit der Verteilung der Anlagebeträge auf möglichst mehrere Produkte

auch innerhalb der Produktgruppe offener Immobilienfonds zu unterstreichen (Risikodiversifikation auch innerhalb der Produktgruppe OIF).

Eine Beschränkung der Zugangsmöglichkeiten zu diesem Produkt derart, dass die Ausgabe von Anteilen an nur einem Zeitpunkt pro Jahr möglich wäre, ist nur nachvollziehbar, wenn die Gefahr bestünde, dass unterjährige Anteilskäufe zu falschen Preisen abgerechnet würden. Zweck des vorliegenden Gesetzentwurfs ist es aber, auch diese Risiken zu minimieren. Daher erschließt sich uns der Nutzen dieser zusätzlich geplanten Restriktion nicht.

## **2. Bewertung der Vermögensgegenstände in offenen Immobilienfonds**

Der vorliegende Gesetzentwurf sieht einen Verzicht der Bewertung der Vermögensgegenstände in offenen Immobilienfonds (OIF) im Wege des Kollegial-Prinzips vor. Das heißt, für die Bewertung der Immobilienbestände im OIF soll künftig nicht mehr der mit drei Experten besetzte Sachverständigenausschuss, sondern nur noch ein externer Gutachter zuständig sein.

Wir sind davon überzeugt, dass der Verzicht auf eine Bewertung der Vermögensgegenstände im OIF durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss die „Richtigkeit“ der Wertermittlung nachhaltig verschlechtern würde. Denn zum einen handelt es sich bei der Bewertung von Immobilien, insbesondere bei Gewerbeimmobilien um einen komplexen Vorgang. Zum anderen sind Immobilienbewertungen immer eine Schätzung, bei der Gutachter einen hohen Ermessensspielraum haben. Den damit verbundenen Anforderungen kann durch einen Sachverständigenrat deutlich besser entsprochen werden als durch Einzelgutachter. Zum einen gehen wir davon aus, dass ein kollektiver Sachverständigenausschuss eine geringere „Fehlerquote“ bei der Bewertung von Vermögensgegenständen hat als ein Einzelgutachter. Zum anderen sehen wir insbesondere die Regelungen in § 77 InvG, durch die Interessenkonflikte bei der Bewertung vermieden und begrenzt werden, als wesentlich an. Auch wenn wir bei der Vermeidung von Interessenkonflikten im Sachverständigenausschuss durchaus noch Verbesserungspotential sehen, so werden dort Interessenkonflikte durch folgende Regeln begrenzt:

- nach einem Rotationsverfahren dürfen Sachverständige maximal sechs Jahre im Ausschuss einer KAG tätig sein. Danach muss der Sachverständige mindestens zwei Jahre aussetzen.
- Auch eine Bestellung eines Angehörigen desselben Zusammenschlusses ist in dieser sog. Cooling-Down-Periode ausgeschlossen.
- Der Hauptgutachter muss zwingend alle zwei Jahre rotieren.
- Zusätzlich gilt eine Einnahmegrenze von 30 Prozent pro Jahr und KAG für jeden Sachverständigen.

Unseres Erachtens sollten diese Regeln, welche die Unabhängigkeit der Gutachter stärken, um folgende weitere Regeln ergänzt werden:

- Eine vorzeitige Abbestellung der Gutachter durch die KAG innerhalb des 6-Jahres-Zeitraum sollte nicht möglich sein. Denn sonst könnte die KAG bereits mit einer Abbestellungsdrohung das Ergebnis der Gutachten beeinflussen.

- Die Begrenzung des Einkommens der Sachverständigen je Verwaltungsgesellschaft sollte auf 20 Prozent abgesenkt werden. Dies mindert die wirtschaftliche Abhängigkeit des Gutachters von seinen Auftraggebern.
- Die wesentlichen Bestandteile der Gutachten sollten veröffentlicht werden, um externe ex-post-Kontrollen durch Analysten, Anlegervertreter und Wissenschaft zu ermöglichen. Kontrollen sind Voraussetzung für die Messung von Dienstleistungsqualität und damit Grundlage der Reputation von Sachverständigen. Zugewinn und Verlust von Reputation wiederum setzen den wünschenswerten Anreizeffekt frei, solide Gutachten zu erstellen.

Wir sprechen uns entschieden gegen die Abschaffung der Vermögensgegenständebewertung durch einen Sachverständigenausschuss aus. Sie eröffnet Fehlbewertungen Tür und Tor. Stattdessen appellieren wir dringend daran, die Regelungen zur Bewertung der Vermögensgegenstände in offenen Immobilienfonds auf den Vorgaben des § 77 InvG aufzubauen. Daneben halten wir es für angemessen, das Erfordernis eines Sachverständigenausschusses auch für die Bewertung von Vermögensgegenständen in allen sonstigen geschlossenen Fonds zu normieren.

Die Bewertung von Vermögensgegenständen, die anders als Wertpapiere nicht täglich am Markt gehandelt werden, muss zuverlässig sein. Anleger müssen darauf vertrauen können, Anteile an OIF zu angemessenen Preisen erwerben und zurückgeben zu können. OIF stellen als diversifizierte Anlagemöglichkeit in Immobilien eine wesentliche Anlageform für Verbraucher dar. Dies allerdings nur, wenn sie Vertrauen in die Bewertung haben können. Die geplanten Regelungen rechtfertigen ein solches Vertrauen hingegen nicht.

### **3. Verwaltung und Abwicklung von OIF im Falle von Fondsschließungen**

Im Falle einer Liquiditätskrise im OIF kann die Aussetzung und Rücknahme von Anteilen beschlossen werden. Eine Fondsschließung beschränkt die Halter von Fondsanteilen unmittelbar in ihrer Verfügbarkeit über das investierte Kapital. Trotzdem dient die Option einer Fondsschließung primär dem Anlegerschutz, im Sinne eines Schutzes vor Wertverlusten infolge einer ungeordneten Liquidation.

Die Aussetzung der Rücknahme von Anteilen ist zunächst auf 6 Monate begrenzt. Dieser Zeitraum soll dazu dienen, die Liquiditätsschwierigkeiten zu lösen. Gelingt dies nicht, so kann die Aussetzung insgesamt zweimal um je 12 Monate verlängert werden. In dieser Zeit besteht dann allerdings eine gesetzliche Veräußerungspflicht (Teilliquidationspflicht). Um eine Zwangsveräußerungspflicht unter zu hohen Wertabschlägen auszuschließen, dürfen die Immobilien nur mit einem Abschlag von maximal 10 Prozent (innerhalb des 7. - 24. Monat nach Aussetzung) beziehungsweise 20 Prozent (innerhalb des 24. - 30. Monat nach Aussetzung) vom Verkehrswert veräußert werden. Höhere Abschläge sind zulässig, allerdings vorbehaltlich der Zustimmung der Anleger. Werden über die Veräußerungen die Liquiditätsschwierigkeiten in den Griff bekommen, so kann der Fonds wieder geöffnet werden. Falls der Fonds nach wie vor nicht in der Lage ist, rückgabewillige Anleger zu bedienen, beginnt danach, also nach 30 Monaten ohne Anteilrücknahme, die Abwicklungsphase. Die Verwaltung des OIF geht dann von der KAG auf die Depotbank über. In dieser Abwicklungsphase muss das Sondervermögen ohne jede Verkehrswertgarantie veräußert werden.

Die Immobilien werden nach einer kurzen Bieterfrist an den Meistbietenden verkauft.

Wir sehen in diesem Verfahren das Problem, dass potentielle Kaufinteressenten die Zwangslage des Fonds kennen und diese in Preisverhandlungen für sich ausnutzen können. Kaufinteressenten können sogar darauf spekulieren, dass der Fonds auch nach 30 Monaten nicht öffnen kann und danach zur endgültigen Liquidation gezwungen ist - dies mit entsprechend hohen Preisabschlägen auf die zu veräußernden Immobilien. Wir regen an, die Abwicklungsmodalitäten so zu gestalten, dass dieses Problem minimiert wird. Hierzu sollte insbesondere der Zeitrahmen, innerhalb dessen Fonds abzuwickeln sind, auf den Prüfstand gestellt werden. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Anleger von geschlossenen oder in der Abwicklung befindlichen OIF unterschiedliche Interessen verfolgen. Dabei stehen zwei Interessen im Gegensatz zueinander: Erstens der Bedarf an rascher Liquidation und zweitens der Bedarf an wertschonender Liquidation. Starre Abwicklungsvorschriften stehen einer interessengerechten Entscheidung der Anleger entgegen. Wir regen daher eine Regelung an, die diese Entscheidung den Anlegern überlässt. Diese können entscheiden, zu welchen Konditionen sie Veräußerungen aus dem Sondervermögen auch innerhalb der Schutzfristen bereit sind, zu akzeptieren. Entscheidet sich die Anlegermehrheit für einen Verkauf von Objekten mit hohen Abschlägen und bringt damit ihre Liquiditätspräferenz zum Ausdruck, so legitimiert sie zugleich auch eine damit einhergehende Minderung ihrer Anteilswerte.

Für das Ziel einer wertschonenden Liquidation und einer differenzierten Berücksichtigung von Anlegerinteressen entsprechend ihrer jeweiligen Präferenzen, könnte aus unserer Sicht das so genannte Teilungsmodell geeignet sein. Danach wird, sofern eine Wiedereröffnung scheitert, anstatt der Abwicklung des gesamten Fonds das Portfolio geteilt. Anleger, die die Abwicklung wollen um schnell an ihre Gelder zu kommen, werden in einen Teilfonds transferiert, der vollständig abgewickelt wird. Diese Anlegergruppe trägt allein Kosten und Risiken der Abwicklung. Die andere Anlegergruppe verbleibt in dem zweiten Teilfonds, der fortgeführt wird. Ein Insolvenzverwalter oder Sondertreuhänder entscheidet gemeinsam mit der KAG, welche Immobilien in welchen Teilfonds transferiert werden. In diesem Modell trägt der Anleger, der aussteigen will, auch die Kosten und Risiken, die sein Verhalten verursacht. Der bestandswillige Anleger wird hiervoor geschützt, und die Transaktionskosten sowie der Portfolio-Wert seiner Anlage bleiben erhalten.

## **V. AIF-Regelungen**

### **1. Zugangsbeschränkungen und Vertriebszulassung bei offenen Publikums – AIF**

Mit dem Investmentmodernisierungsgesetz im Jahre 2003 wurden Single-Hedgefonds auch als Publikumsfonds zugelassen. Allerdings wurde der öffentliche Vertrieb von Single-Hedgefonds in § 112 Abs. 2 InvG verboten. Nunmehr stuft man Single-Hedgefonds richtiger Weise wieder als Spezialfonds ein, so dass der Zugang nur professionellen Anlegern möglich ist. Dach-Hedgefonds sollen jedoch als Publikumsfonds dem Privatanleger zugänglich sein. Vor dem Hintergrund, dass die Zielfonds sämtlich vom gleichen Anbieter stammen dürfen und damit die gesamte Wertschöpfungskette innerhalb eines Unternehmens erbracht werden könnte, stellt sich die Frage, ob diese Abgrenzung angemessen ist. Wir sprechen uns insoweit auch für Dach-

Hedgefonds für eine Zugangsbeschränkung zumindest für Privatkunden im Sinne des § 31a Abs. 3 WpHG aus.

Auch bei den anderen offenen Publikums-AIF halten wir es grundsätzlich, wie bereits oben ausgeführt, für sinnvoll und geboten, den aktiven Vertrieb an Privatkunden zu untersagen. Sofern der Vertrieb aber, wie im Gesetzentwurf vorgesehen, zugelassen werden soll, halten wir es für erforderlich, dass die BaFin zumindest für alle (also auch die inländischen) AIF eine Zulassung zum Vertrieb an Privatkunden prüft. Bisher ist dies nach formalen Kriterien in § 317 KAGB-E nur für EU-AIF und ausländische AIF vorgesehen. Innerhalb der Zulassungsprüfung sollte dann auch eine materielle Geeignetheitsprüfung des konkreten Angebots für Privatkunden vorgesehen werden.

## **2. Bewertung der Vermögenswerte in AIFs unbedingt durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss**

Der realen Bewertung des Investitionsobjekts kommt eine essentielle Bedeutung zu. Der vorliegende Gesetzentwurf sieht für die Bewertung von Vermögensgegenständen in geschlossenen Fonds allerdings auch weiterhin keine unabhängige Bewertung vor. Für geschlossene inländische Publikums-AIF besteht die fragwürdige Möglichkeit, die Bewertung von der Verwaltungsgesellschaft selbst durchführen zu lassen. Es wird lediglich vorausgesetzt, dass die Bewertungsaufgabe von der Portfolioverwaltung und der Vergütungspolitik funktional unabhängig ist und die Vergütungspolitik und andere Maßnahmen sicherstellen, dass Interessenkonflikte gemindert und ein unzulässiger Einfluss auf die Mitarbeiter verhindert wird. Die Verantwortung für die Bewertung liegt damit allein auf Ebene des Emittenten.

Für die Werthaltigkeit und mögliche Rentierlichkeit einer Investition in Sachwerte ist es für Anleger und den Anlegerschutz aber von entscheidender Relevanz, dass die Vermögenswerte zumindest real und realitätsnah bewertet werden. Dies ist noch lange kein Schutz vor Missmanagement auf Emittentenebene, aber eine grundlegende Voraussetzung dafür, überhaupt mit Gewinn aus der Investition heraus gehen zu können. Das Risiko einer Fehlbewertung der Vermögensgegenstände und damit das Risiko eines zu hohen und unfairen Preises sind enorm, wenn die Werte nicht sauber und vor allem nicht unabhängig ermittelt werden.

Wir sprechen uns damit dringend dafür aus, dass alle illiquiden Werte, die sich in Investments befinden, die an Privatanleger verkauft werden dürfen, durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss zu ermitteln sind. Hierzu sollte sich die Regulierung des Sachverständigenausschusses zumindest am aktuellen § 77 Abs. 2 InvG orientieren. Alle Kosten, Margen, Provisionen etc., die auf den fairen Wert aufgeschlagen werden, sind entsprechend offenzulegen. Erst auf dieser Grundlage erhält der Anleger eine angemessene Entscheidungshilfe für seine Anlage.

Im Einzelnen fordert der vzbv, dass die Bewertung nur extern durch einen Sachverständigenausschuss mit mindestens einem Hauptgutachter und einem Nebengutachter erfolgt, so dass bei speziellen Anlageobjekten die dafür erforderliche Expertise im Ausschuss angemessen vertreten ist, und dass mögliche Interessenkonflikte durch effektive Mechanismen unterbunden werden. Daneben sollte eine Einnahmengrenze von 20 Prozent der Gesamteinnahmen von einer Verwaltungsgesellschaft gelten, eine Rotation des externen Bewerter nach 6 Jahren und eine nachfolgende cooling down-Phase. Eine vorzeitige Abbestellung der Gutachter innerhalb des 6-Jahres-Zeitraums

sollte nicht möglich sein. Die wesentlichen Bestandteile der Gutachten sollten veröffentlicht werden um externe ex-post-Kontrollen durch Analysten, Anlegervertreter und Wissenschaft zu ermöglichen.

Parallel muss es eine persönliche Haftung der Sachverständigen gegenüber den Anlegern geben. Zur Absicherung etwaiger Ansprüche der Verbraucher muss eine Berufshaftpflichtversicherung mit ausreichender Deckung vorgehalten werden.

### **3. Fremdfinanzierungsquote bei geschlossenen Fonds**

Grundsätzlich betonen wir, dass der aktive Vertrieb geschlossener Fonds an Privatanleger gänzlich verboten werden sollte. Solange der Vertrieb an Privatanleger erlaubt bleibt, muss mit Blick auf die Risiken, die mit einer Investition in geschlossene Fonds verbunden sind, die erlaubte Fremdfinanzierungsquote kritisch beleuchtet werden.

Ein hoher Verschuldungsgrad führt grundsätzlich dazu, dass Auswirkungen von Wertveränderungen auf die Eigenkapitalrendite verstärkt werden. So führt bei einem Verschuldungsgrad von 50 Prozent ein Wertverlust von 2 Prozent zu einer entsprechend potenzierten Auswirkung, d.h. zu einer Senkung der Eigenkapitalrendite um 4 Prozent. Da der Anleger diesen Zusammenhang in der Regel nicht adäquat bewerten kann, ist aus unserer Sicht bei regulierten Produkten aus Gründen des Anlegerschutzes immer eine kritische Grenze zu definieren. Diese muss sich an den spezifischen Charakteristika der Produkte orientieren. Offene Immobilienfonds sind gesetzlich zu Risikomischung und -streuung verpflichtet, insofern rechtfertigt dies zunächst einen höheren Verschuldungsgrad als bei anderen Produkten. Aktuell liegt der maximal vorgesehene Verschuldungsgrad hier bei 10 Prozent (§ 199 KAGB-E). Also deutlich niedriger, als die nunmehr für geschlossene Fonds vorgesehenen 60 Prozent. Dies, obwohl offene Immobilienfonds breit diversifiziert sind.

Geschlossene Immobilienfonds weisen in der Regel kein diversifiziertes Portfolio auf oder sind sogar nur in ein Objekt investiert. Da Wertverluste nicht oder nur in deutlich geringerem Maße durch Wertsteigerungen bei anderen Objekten ausgeglichen werden können, sollte der maximale zulässige Verschuldungsgrad hier grundsätzlich niedriger sein. Der im Kabinettsentwurf zum AIFM-UmsG vorgesehene maximale Verschuldungsgrad von 60 Prozent ist daher kritisch zu sehen, wenn dieses Produkt auch an einen breiten Anlegerkreis als staatlich reguliertes und beaufsichtigtes Produkt vertrieben werden darf. Zur Begrenzung der wirtschaftlichen Risiken hatten wir uns dementsprechend zunächst konsequent entschlossen, auch die Fremdfinanzierungsquote bei geschlossenen Fonds auf höchstens 10 Prozent zu begrenzen. Unter der Voraussetzung, dass sich die Fremdfinanzierungsquote jedoch allein auf das Fondsvermögen (nicht auf das Fondsvolumen) bezieht, können wir eine Fremdfinanzierungsquote - wie im ursprünglichen Diskussionsentwurf vorgesehen - von 30 Prozent befürworten.

Das heißt ganz grundsätzlich, die Bezugsgröße der prozentualen Angabe sollte keinesfalls, wie es § 263 Absatz 1 KAGB-E derzeit vorsieht, das Fondsvolumen sein, sondern das Fondsvermögen. Hier ist äußerste Sorgfalt geboten, da sonst die „weichen Kosten“, die sich in diesem Anlagebereich üblicherweise eher oberhalb 20 Prozent des Fondvermögens bewegen, nicht nur mitfinanziert werden dürften - hohe „weiche Kosten“ also letztlich „belohnt“ würden. Sondern zusätzlich - und hier verbirgt sich ein großes Risiko - steigt dadurch, bezogen auf das

Fondsvermögen, auch die Fremdfinanzierungsquote mit an. Damit weiche Kosten nicht einen zusätzlichen risikoerhöhenden Hebel bewirken, fordern wir nachdrücklich als Bezugsgröße der Fremdfinanzierungsquote das Fondsvermögen zu spezifizieren.

Eine Fremdfinanzierungsquote von 30 Prozent gestattet wegen des geringeren Hebels nicht zuletzt auch einen realistischeren Blick auf das Risikoprofil der Anlage, was dem Anlegerschutz dienlich sein kann. Die potentiell niedrigere Eigenkapitalrendite sollte bei gleichermaßen eingeschränktem Risiko in Kauf genommen werden können.

#### **4. Erwerbs- und Verkaufsmöglichkeiten innerhalb des Konzerns**

Der ursprüngliche Diskussionsentwurf sah noch ein Erwerbs- und Veräußerungsverbot für geschlossene Fonds (§ 228 (3) KAGB-E) vor:

*§ 228 (3) Ein Vermögensgegenstand nach § 225 Absatz 1 Nummer 1 bis 6 darf für Rechnung eines geschlossenen Publikums-AIF nicht erworben werden, wenn er bereits im Eigentum der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft steht. Er darf ferner nicht von einem Mutter-, Schwester- oder Tochterunternehmen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, von einer anderen Gesellschaft, an der die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft eine bedeutende Beteiligung hält, oder von einem oder für Rechnung eines von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten AIF erworben werden.*

Mit dieser Regelung könnten entschieden Interessenkonflikte auf Ebene der Emittenten vermieden werden. Insbesondere wären Käufe und Verkäufe zu überhöhten und unfairen Preisen innerhalb des Verbundes ausgeschlossen. Wir appellieren dringend, diese Anlegerschutzvorschrift wieder aufzunehmen.

#### **5. Verwahrstelle**

Wir halten die verpflichtende Einrichtung von Verwahrstellen bei AIF insbesondere bei geschlossenen Fonds für erforderlich. Um ein gleiches Schutzniveau zu gewährleisten, erachten wir es für absolut notwendig, wie bei OGAW-Vermögen in § 68 Abs. 2 KAGB-E nur Depotbanken zuzulassen.

Zwar lässt Artikel 23 Abs. 3 der Richtlinie 2011/61/EU die in § 80 Abs. 2 KAGB-E genannte Alternative, nämlich Einrichtungen, die einer Beaufsichtigung und ständigen Überwachung unterliegen, zu. Allerdings sprechen wir uns eindringlich dagegen aus, Berufsgruppen wie Rechtsanwälte oder Notare als alternative Verwahrstelle zuzulassen. Schließlich unterstehen diese Berufsgruppen nicht der Aufsicht durch die BaFin und müssen überdies nicht über spezifische Fachkenntnisse verfügen. Zusätzliche Probleme ergeben sich bei den Berufsgruppen aufgrund bestehender Interessenkonflikte, weil sie anlassbedingt mit den Managern/Initiatoren in einer Geschäftsbeziehung stehen. Von daher stellt sich die Frage, wie sie dann etwaige Ansprüche der Anleger nach § 78 KAGB-E geltend machen wollen.

Wir fordern den Gesetzgeber auf, allein regulierte und von der BaFin beaufsichtigte Verwahrstellen im Sinne der §§ 20 ff. InvG zuzulassen.

## **6. Deckelung und Offenlegung von Provisionen**

In 270 KAGB-E ist vorgesehen, die bisherige Regelung des § 125 InvG auf AIF zu übertragen. Danach können die Anleger bei ratierlichen Sparleistungen nicht sofort mit den gesamten Abschluss- und Vertriebskosten belastet werden. Dies ist positiv zu bewerten, reicht aber nicht aus, weil der Anleger bei einem Investment mit einem Einmalbetrag nicht vor übergebührligen Kostenbelastungen infolge von Zuwendungen an den Vertrieb geschützt wird. Gerade bei geschlossenen Fonds erreichen die prozentual auf die Anlagesumme bezogenen Zuwendungen des Managers/Initiators an den Vertrieb oft den zweistelligen Bereich. Dies ist einer der Gründe, warum die Renditeversprechen/-annahmen von vorneherein nicht eintreten können. Wir halten es daher für unabdingbar, die Summe aller Zuwendungen an den Verkäufer der Höhe nach zu deckeln. Als Richtschnur kann der Höchstzillmersatz nach der Deckungsrückstellungsverordnung von 4 Prozent der Planbeitragssumme herangezogen werden.

Zusätzlich sind sämtliche Zuwendungen in Euro und Cent durch die Verkäufer offenzulegen.

## **7. Mietgarantien**

Stellenweise wird dem Verbraucher eine höhere Sicherheit suggeriert, weil bei geschlossenen Immobilienfonds Mietgarantien ausgesprochen werden. Hier muss auf eine Werthaltigkeit der Mietgarantie geachtet werden. Wir halten es daher für erforderlich, dass die Garantie mit entsprechendem Eigenkapital unterlegt wird. Für die Überwachung der Eigenkapitalquote des Garantiegebers sollte die BaFin zuständig sein.

## **VI. Allgemeine Vorschriften - Widerrufsrecht**

Hier werden die bisherigen Vorschriften aus dem InvG in das KAGB übernommen und damit auch für AIF, insbesondere geschlossene Fonds, anwendbar. Da es sich bei offenen Fonds und AIF um völlig unterschiedliche Produkte handelt, fordern wir hinsichtlich des Widerrufsrechts eine Klarstellung.

Die Vorschrift über den Widerruf bei Sondervermögen in § 126 InvG wird nunmehr auf sämtliche Investmentvermögen übertragen. Nach § 305 Abs. 4 KAGB-E soll der Verbraucher Zug um Zug gegen Rückübertragung der erworbenen Anteile oder Aktien, die bezahlten Kosten und einen Betrag, der dem Wert der bezahlten Anteile oder Aktien am Tage nach dem Eingang der Widerrufserklärung entspricht, rückerstattet bekommen.

Diese Regelung macht dann Sinn, wenn es sich um Finanzdienstleistungen handelt, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, auf die der Unternehmer keinen Einfluss hat. Bei geschlossenen Fonds schwankt der Wert nicht innerhalb der zwei wöchigen Widerrufsfrist, zumal eine Bewertung des Kaufobjekts sowieso gerade erst zeitnah stattgefunden hat und die Bewertung nach § 272 KAGB-E auch nur einmal im Jahr erfolgen muss. Eine Differenz zwischen Zahlungsbetrag infolge eines Widerrufs und dem Wert des Anteils kann sich hier nur infolge von Kosten (wie Provisionen und Margen) ergeben, die an Vermittler und Initiatoren geflossen sind. Grundsätzlich sind alle Kosten zurückzuerstatten. Da der Begriff Kosten aber nicht eindeutig abgegrenzt ist, sollte zur Vorbeugung eventueller Probleme im Rahmen dieses Gesetzes klargestellt werden, dass zu-

rück zu erstattende Kosten infolge eines Widerrufs auch Provisionen, Innenprovisionen, Margen u.ä. umfassen.

Bei einer anderen Auslegung des Kostenbegriffes (ohne Provisionen, Innenprovisionen, Margen u.ä.) würde sich die hier definierte Schutznorm für den überrumpelten Verbraucher in eine Schutznorm für den überrumpelnden Verkäufer wandeln. Dem treten wir entschieden entgegen. Da es innerhalb der zwei Wochen keine Wertänderung am Anlageobjekt gegeben hat (andernfalls ist das Ankaufgutachten unrichtig gewesen) muss der Verbraucher entsprechend den allgemeinen zivilrechtlichen Regeln (§§ 357 Abs. 1 i.V.m. § 346 Abs. 1 BGB) das eingezahlte Geld komplett Zug um Zug gegen Rückübertragung des Anteils zurückerhalten.