

Stellungnahme zu dem

Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein AIFM-Umsetzungsgesetz (BT-Drucksache 17/12294)

Kontakt:

DSGV-Kapitalmarktrecht

Dr. Henning Bergmann

Dr. Arne Hertel

Nicole Aretz

Telefon: 030/20225-5350

Telefax: 030/20225-5345

E-Mail: Henning.Bergmann@dsgv.de

DK-Az.: InvG-KAGB

DSGV-Az.: 7113

Berlin, 7. März 2013

Federführer:

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin

Telefon: (030) 20225-0

Telefax: (030) 20225-250

www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein AIFM-Umsetzungsgesetz (BT-Drucksache 17/12294)

Vorbemerkungen

Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) unterstützt das Ziel des Gesetzentwurfes, ein in sich geschlossenes Regelwerk für Investmentfonds und ihre Manager zu schaffen und begrüßt ausdrücklich die Stärkung des Anlegerschutzes, die der Gesetzgeber insbesondere mit der umfassenden Regelung des gesamten Fondsbereiches anstrebt. Um den Anlegerschutz tatsächlich zu erhöhen und einzelne Produkte nicht der Gefahr der mittelbaren Abschaffung auszusetzen, halten wir Modifikationen des Kabinettsentwurfes an verschiedenen Stellen, insbesondere im Bereich der Regelungen zu den offenen Immobilienfonds (OIF), dem Anwendungsbereich, dem Vertrieb sowie den Verwahrstellen, für geboten.

Die aus Sicht der DK vier wichtigsten Petiten haben wir nachfolgend aufgeführt. Vertiefende Ausführungen zu diesen sowie weitere wichtige Anmerkungen können der beigefügten **Anlage** entnommen werden:

A) Offene Immobilienfonds

Der Gesetzentwurf sieht vor, die Rückgabemöglichkeit von Anteilen an OIF gemäß § 255 Abs. 2 KAGB-E auf einmal pro Kalenderjahr zu beschränken. Gleichzeitig soll zukünftig der in § 80c Abs. 3 InvG geregelte sogenannte Freibetrag sowohl für bestehende als auch für neu aufgelegte Immobilienfonds entfallen. Diese Regelung ermöglicht zurzeit Anteilsrückgaben bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr je Anleger ohne die Notwendigkeit der Einhaltung einer Mindesthaltefrist und Kündigungsfrist.

Eine derartige Ausgestaltung der gesetzlichen Anforderungen wäre für die Kleinanleger mit erheblichen Nachteilen verbunden. Offene Immobilienfonds würden damit erheblich an Attraktivität für diese Anlegergruppe verlieren. Dies kann nicht gewollt sein. Insbesondere nicht vor dem Hintergrund, dass Anteilscheine von offenen Immobilienfonds auch – insbesondere zu Zwecken der **Altersvorsorge** – im Rahmen von **Sparplänen** mit kleinen Beträgen (oftmals ab 25 Euro) erworben werden. Dieser Teil der privaten Altersvorsorge könnte unter der beabsichtigten Beschränkung der Ausgabe neuer Anteile auf lediglich bis zu vier Termine pro Jahr und der nur einmal jährlich möglichen Rückgabe sowie der Streichung des Freibetrages für Neuanleger nicht mehr dargestellt werden und würde zu einer wesentlichen Benachteiligung vieler Kleinanleger führen. Letztlich könnte die Umsetzung des Regierungsentwurfes schlicht die **Abschaffung eines bewährten Instrumentes der privaten Altersvorsorge zur Folge** haben. Auszahlpläne, die ebenfalls im Rahmen der privaten Altersvorsorge zur Aufbesserung der monatlichen Renteneinkünfte genutzt werden, wären aufgrund der im KAGB-E vorgesehenen lediglich einmaligen jährlichen Rückgabe ebenfalls funktionsunfähig.

Wir sprechen uns mit Blick auf den Erhalt des Produktes OIF und den Anlegerschutz ausdrücklich dafür aus, die zum 1. Januar 2013 in Kraft getretenen Regelungen des „Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes“ (AnsFuG) nunmehr in das KAGB aufzunehmen. Diesen **mit großem Aufwand umgesetzten Regelungen sollte zunächst die Chance auf Wirkung gegeben werden**. Es besteht keine Veranlassung an der Wirksamkeit der durch das AnsFuG eingeführten Regelungen in Bezug auf offene Immobilienpublikumsfonds zu zweifeln.

Den erkannten Schwächen in der Regulierung offener Fonds wurde bereits durch die vom Gesetzgeber beschlossenen und nun umgesetzten Reformen ausreichend Rechnung getragen. Eine darüber hinausgehende Verschärfung der Regelungen ist nicht erforderlich und auch nicht angemessen. Insbesondere liegen keine neuen Erkenntnisse vor, die eine erneute Änderung der Regelungen erforderlich machen. Die Regelungen des AnsFuG **sehen bereits wesentliche Neuerungen zur Sicherung der Liquidität offener Immobilienfonds vor**, wie zum Beispiel die Mindesthaltefrist von zwei Jahren (§ 80c Abs. 3 InvG) und die Rückgabefrist von zwölf Monaten (§ 80c Abs. 4 InvG). Diese Beschränkungen haben bereits die Inkonsistenz zwischen kurzfristiger Rückgabemöglichkeit und langfristiger Anlage in illiquide Vermögensgegenstände gelöst. Gleichzeitig ist eine Entwicklung dahingehend eingetreten, dass offene Immobilienpublikumsfonds von institutionellen Anlegern nicht mehr genutzt werden. Die verbliebenen Fondsanbieter haben ihre Stressresistenz bewiesen und können unter den Regelungen des § 80c InvG die tägliche Verfügbarkeit der Anteile an Anleger gewährleisten. Hierdurch wird dem unverändert starken und sogar wachsenden Kundenbedürfnis auf Seiten der Kleinanleger nach breit gestreuten indirekten Immobilienanlagen ohne die Volatilität des Aktienmarktes Rechnung getragen. Dies trägt zu einer besseren Diversifikation der jeweiligen Kundenportfolien bei, was den Anlegerschutz durch Risikostreuung erhöht. Damit **bleibt diese Anlageklasse weiterhin für breite Bevölkerungsschichten offen**.

Es sollte zugunsten der bestehenden und zukünftig aufgelegten OIF verhindert werden, dass **durch neuerliche Änderungen eine weitere Verunsicherung der Anleger** eintritt und diese daher von der Anlage in dieses Produkt Abstand nehmen.

Die im Regierungsentwurf vorgesehene Einführung von zwei unterschiedlichen Anlegergruppen in einem bestehenden OIF führt zu gravierenden Nachteilen für Neuanleger und wird insbesondere bei temporären Marktverwerfungen zu **unvermeidbaren Ungleichbehandlungen** der Anlegergruppen kommen, was nicht im Interesse der Anleger ist und auch nicht im Sinne des Gesetzgebers sein dürfte: Bei gleichem Risikoprofil der Anlage haben Altanleger die Möglichkeit, ihre Anteile im Rahmen der Freibeträge und Kündigungsregelungen sehr zügig, wenn nicht sogar umgehend, zu veräußern. Neuanlegern ist dies aufgrund der nur einmal jährlich vorgesehenen Rückgabe jedoch nicht möglich und sie sind daher in dieser **Hinsicht strukturell gegenüber Altanlegern wesentlich benachteiligt**. Bei einer eventuellen negativen Fondsentwicklung würden sie sogar überproportional negative Kursentwicklungen tragen müssen. Der investmentrechtliche Grundsatz der **Gleichbehandlung aller Anleger** wird damit konterkariert. Daher muss der Bestandsschutz – die Regelungen des AnsFuG – in jedem Fall auf Fondsebene und nicht auf Anlegerebene beibehalten werden. Freibeträge für Kleinanleger sollten generell vorgesehen werden.

Insgesamt wird durch die im Regierungsentwurf vorgeschlagenen Regelungen das Anlageprodukt „offener Immobilienfonds“ die Beschränkungen für private Anleger wesentlich unattraktiver und **gefährdet den Bestand der im Markt** unverändert erfolgreich aktiven Produkte mit einem **Volumen von ca. 62 Milliarden Euro** und weit über 2 Millionen Anlegern.

B) Anwendungsbereich des KAGB

Die **zu weite Definition von Investmentvermögen** in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E bedarf mit Blick auf die Möglichkeit der Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben in der Praxis **dringend einer Konkretisierung**. Im Vergleich zum Diskussionsentwurf ist im Regierungsentwurf zu

§ 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB zwar die Formulierung „der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“ aufgenommen worden, wodurch eine Präzisierung des Anwendungsbereichs des KAGB erreicht werden sollte. Jedoch ist **nicht ersichtlich, welche Unternehmen hier als „operativ tätige Unternehmen“ anzusehen sind** und **was** in diesem Zusammenhang **als „Finanzsektor“ zu verstehen ist**.

Eine Konkretisierung des Anwendungsbereichs des KAGB ist mit Blick auf die **Regulierung gesellschaftlicher Zusammenschlüsse** wie beispielsweise Aktiengesellschaften, Gesellschaften bürgerlichen Rechts oder Genossenschaften i. S. d. § 1 GenG geboten. Wir sprechen uns hier mit Nachdruck für die **Aufnahme von Legaldefinitionen** oder **alternativ** für eine **Ergänzung der Ausnahmebestimmungen des § 2 Abs. 1 KAGB-E** aus.

Auf die **Einschränkung „außerhalb des Finanzsektors“** sollte in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E schon deshalb **verzichtet** werden, da beispielsweise Banken oder Sparkassen nicht als Investmentvermögen angesehen werden können.

Mit Blick auf den Anwendungsbereich des KAGB sprechen wir uns des Weiteren dafür aus, **Bürgerenergieprojekte** zur Finanzierung und zum Betrieb von dezentralen Erzeugungsanlagen, integrierten lokalen Versorgungssystemen und lokalen Energieeinsparprojekten sowie **andere Bürgerbeteiligungsprojekte** ausdrücklich **vom Anwendungsbereich des Gesetzes auszunehmen** und verweisen diesbezüglich auf die Ausführungen in der Begründung der Empfehlung des Bundesrates zu Art. 1 KAGB allgemein (vgl. BR-Drs. 791/12, Ziffer 1), denen wir uns anschließen.

C) Vertrieb von Investmentvermögen, §§ 293 ff KAGB-E

Im Zusammenhang mit den Vorgaben zum Vertrieb von Investmentvermögen möchten wir um Klarstellung bitten, dass sich **für Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Anforderungen an den Vertrieb von Investmentanteilen** abschließend **aus dem Wertpapierhandelsgesetzbuch** ergeben.

D) Verwahrstellen

Im Gesetzentwurf werden die Regelungen aus der AIFM-Richtlinie für AIF-Verwahrstellen auf OGAW-Verwahrstellen übertragen. Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt, gerade auch im Sinne des Anlegerschutzes, einen Gleichlauf der Regelungen für Verwahrstellen unterschiedlicher Fondsgruppen, auf dessen Einhaltung auch im weiteren Gesetzgebungsprozess auf europäischer Ebene in Bezug auf OGAW-Fonds unbedingt geachtet werden sollte. Die nationale Ausweitung der Vorschriften, die für Alternative Investmentfonds nach der AIFM-Richtlinie bestehen, auf richtlinienkonforme Sondervermögen (OGAW-Fonds) erscheint jedoch gerade vor dem Hintergrund der ausstehenden EU-Richtlinie – ein Vorschlag für eine OGAW-V-Richtlinie (COM 2012/0168 (COD)) liegt bereits vor – nicht sinnvoll. In der Begründung zu § 73 KAGB-DiskE (Seite 393) räumt das Bundesministerium der Finanzen selbst ein, dass nur eine Interimslösung geschaffen wird, deren Ende bereits vorgezeichnet ist. Warum einerseits mit Rücksicht auf die europäische Regulierung die Vorschriften für OGAW-Verwahrstellen und die Vorschriften für AIF-Verwahrstellen in jeweils eigenen Unterabschnitten des KAGB-E geregelt werden, andererseits die dadurch geschaffene Möglichkeit der differenzierenden Regelung aber nicht genutzt und die absehbare und bereits in der öffentlichen Konsultation befindliche

EU-Richtlinie zu neuen Vorgaben für OGAW-Verwahrstellen nicht abgewartet wird, ist unverständlich. Ohne dringenden Handlungsbedarf wird den Verwahrstellen für eine absehbare, kurze Übergangszeit eine Regulierung abverlangt, wohlwissend, dass eine Umsetzung weiterer Vorgaben kurz bevorsteht.

Anlage zur Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein AIFM-Umsetzungsgesetz (BT-Drucksache 17/12294)

A) Offene Immobilienfonds

I. Ausgabe- und Rücknahmebeschränkungen, Wegfall der Freibetragsgrenze

Der Gesetzentwurf sieht vor, die Rückgabemöglichkeit von Anteilen an OIF gemäß § 255 Abs. 2 KAGB-E auf einmal pro Kalenderjahr zu beschränken. Gleichzeitig soll zukünftig der in § 80c Abs. 3 InvG geregelte sogenannte Freibetrag für neu aufgelegte Immobilienfonds sowie neu erworbene Fondsanteile bestehender OIF entfallen. Diese Regelung ermöglicht zurzeit Anteilrückgaben bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr je Anleger ohne die Notwendigkeit der Einhaltung einer Mindesthaltefrist und Kündigungsfrist.

Der vorliegende Regierungsentwurf führt zukünftig zu zwei unterschiedlichen Anlegergruppen in einem OIF, deren Reaktionsmöglichkeiten in Bezug auf Rückgaben unterschiedlicher kaum sein könnten. **So können Altanleger** gemäß § 346 Abs. 1 KAGB-E weiterhin pro Kalenderhalbjahr OIF-Anteile im Gegenwert von bis zu **30.000 Euro** börsentäglich an die Kapitalverwaltungsgesellschaften zurückgeben. Übersteigen die entsprechenden Anteile (unter Berücksichtigung der Mindesthaltefrist) diesen Freibetrag, können die darüber hinausgehenden Anteile börsentäglich mit einer Rückgabefrist von einem Jahr zurückgegeben werden. Im selben OIF **investierende Neuanleger** können, aufgrund des **Wegfalls des Freibetrags** in Höhe von 30.000 Euro, demgegenüber zukünftig ihre Anteile des gleichen Produkts nur unter Einhaltung einer **einjährigen Ankündigungsfrist** sowie einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten gemäß § 255 Abs. 3 KAGB-E ausschließlich an einem einzigen jährlichen, von der Kapitalanlagegesellschaft festzusetzenden Termin zurückgeben (§ 255 Abs. 2 KAGB-E). Im ungünstigsten Fall beträgt die Rückgabefrist (unter Berücksichtigung der Haltefrist gem. § 255 Abs. 3 KAGB-E) für den Neuanleger de facto zwei Jahre und 364 Tage. Für Altanleger, die von der Mindesthaltefrist nicht betroffen sind, beträgt die Frist im ungünstigsten Fall immerhin noch ein Jahr und 364 Tage. Um sicherzustellen, dass die Anleger ihre Anteile auch faktisch mit einer Kündigungsfrist von 12 Monaten zurückgeben können, muss die Beschränkung auf nur einen Rückgabetermin entfallen.

Nicht zuletzt wegen dieser Nachteile für Neuanleger wird es insbesondere bei temporären Marktverwerfungen zu **unvermeidbaren Ungleichbehandlungen** der Anlegergruppen kommen, was nicht im Interesse der Anleger ist und auch nicht im Sinne des Gesetzgebers sein dürfte. Bei gleichem Risikoprofil der Anlage haben Altanleger die Möglichkeit, ihre Anteile im Rahmen der Freibeträge und Kündigungsregelungen sehr zügig, wenn nicht sogar umgehend, zu veräußern. Neuanlegern ist dies aufgrund der nur einmal jährlich vorgesehenen Rückgabe jedoch nicht möglich und sie sind daher in dieser **Hinsicht strukturell gegenüber Altanlegern wesentlich benachteiligt**. Bei einer eventuellen negativen Fondsentwicklung würden sie sogar überproportional negative Kursentwicklungen tragen müssen. Altanleger können hingegen ohne Rückgabefrist den Freibetrag von bis zu 30.000 Euro pro Halbjahr nutzen. Der investmentrechtliche Grundsatz der **Gleichbehandlung aller Anleger** wird damit konterkariert.

Es ist absehbar, dass künftig weit weniger Anleger in die Fonds investieren werden. Insbesondere die bestehenden Fonds werden für einen Neuanleger unattraktiv, da diese gegenüber

Altanlegern wesentlich benachteiligt sind. Letztlich werden auf längere Sicht damit die offenen Immobilienfonds – zumindest für Privatanleger – keine sinnvolle Anlage mehr darstellen, was im Ergebnis voraussichtlich dazu führen wird, dass die offenen Immobilienfonds an Bedeutung verlieren. Dies ist, wie der KAGB-E nunmehr zeigt, jedoch nicht gewollt.

Ein wesentlicher Vorteil des Produkts „Offener Immobilienfonds“ aus heutiger Sicht, nämlich die **börsentägliche Rückgabemöglichkeit**, würde entfallen und damit die Eignung dieser Anlageform auch für Kleinanleger verringern. Diese erhebliche strukturelle Benachteiligung der Neuanleger dürfte sicherlich zu einem Ausbleiben der Mittelzuflüsse führen, mit dem Risiko, dass OIFs schon die normalen Mittelabflüsse nicht mehr kompensieren können. Liquiditätsprobleme, die gerade vermieden werden sollen, werden so verstärkt. Sobald dies erkennbar wird, könnte es sogar zu einem verstärkten aktiven „Herausberaten“ aus dem OIF kommen und einem daraus resultierenden „Ausbluten“ mit den bekannten negativen Konsequenzen.

Des Weiteren wäre die Umsetzung der Unterscheidung von Anlegergruppen technisch sehr aufwendig, da für einen Anleger verschiedene Unterdepots geführt werden müssten, je nachdem zu welchem Zeitpunkt er Anteile erworben hat. So kann ein und derselbe Anleger sowohl Altanleger als auch Neuanleger und damit von unterschiedlichen Rückgaberegelungen betroffen sein. Zudem ist zu bedenken, dass jeder Fonds frei den jährlichen Rückgabetermin und die vierteljährlichen Ausgabetermine bestimmen könnte. Die derzeitigen Ordersysteme sind für diese produktindividuellen Unterschiede nicht ausgelegt. Auch für die Berater führt dies zu unübersichtlichen Beratungssituationen, z.B. bei Anlegern, die zwischen zwei offenen Immobilienfonds schwanken oder von einem Fonds in einen anderen wechseln wollen. Schließlich müssten die Systeme auch die unterschiedlichen Rückgabemöglichkeiten innerhalb einer Wertpapierkennnummer überhaupt abbilden, d.h. die börsentägliche Rückgabe ebenso wie die jährliche Rückgabe einschließlich der unwiderruflichen Kündigungserklärungen.

Der Regierungsentwurf sieht in § 255 Abs. 2 Satz 5 KAGB-E ferner eine **Beschränkung der Anteilsausgabe** auf vier Termine im drei-Monats-Turnus pro Jahr vor. Diese Regelung halten wir aufgrund folgender Überlegungen für nicht sachgemäß: Die finanziellen Probleme einiger offener Immobilienfonds beruhten auf der vermehrten und kurzfristigen Rückgabe einer großen Anzahl von Fondsanteilen durch institutionelle Anleger, die das Produkt OIF als „Liquiditätsparkplatz“ genutzt hatten. Dies führte dazu, dass in kurzer Zeit eine große Menge liquider Mittel notwendig wurden, deren Beschaffung nur durch kurzfristigen Verkauf mit erheblichen Verlusten machbar war. Die Probleme einiger OIF wurden somit nicht von der Ausgabe von Anteilen, sondern vielmehr von der vermehrten Rückgabe ausgelöst. Die Beschränkung der Ausgabe neuer Anteile auf vier Termine im Jahr schränkt die Liquidität einer Kapitalverwaltungsgesellschaft daher in nicht sachgerechter Weise ein. Die Liquiditätsplanung wird schwieriger, wenn nur zu bestimmten Zeitpunkten Geldflüsse zu verzeichnen sind, denn dann ist ungewiss, wieviel Kapital an diesen Tagen eingenommen wird. Können Anteile hingegen täglich ausgegeben werden, erhält der Immobilienfonds die Möglichkeit, darüber zeitnah für Investitionen zu disponieren und vor allem Marktchancen kurzfristig zu nutzen. Bei einer regelmäßigen Ausgabe von Anteilen ist eine laufende Entwicklung festzustellen, die bei der Liquiditätsplanung berücksichtigt werden kann. Uns erschließt sich nicht, welchem Zweck die Regelung der Beschränkung der Anteilsausgabe letztlich dient.

Darüber hinaus ist zu bedenken, dass Anteilscheine von offenen Immobilienfonds auch – insbesondere zu Zwecken der **Altersvorsorge** – im Rahmen von **Sparplänen** mit kleinen Beträgen (oftmals ab 25 Euro) erworben werden können. Dieser Teil der privaten Altersvorsorge könnte unter der beabsichtigten Beschränkung der Ausgabe neuer Anteile auf lediglich bis zu vier Termine pro Jahr und der nur einmal jährlich möglichen Rückgabe sowie der Streichung des Freibetrages für Neuanleger nicht mehr dargestellt werden und würde zu einer wesentlichen Benachteiligung vieler Kleinanleger führen. Letztlich könnte die Umsetzung des Regierungsentwurfes schlicht die **Abschaffung eines bewährten Instrumentes der privaten Altersvorsorge zur Folge** haben.

Ein weiteres Problem bei einer auf vier jährliche Termine beschränkten Ausgabe von OIF-Anteilen besteht bei der Wiederanlage der Erträge, die üblicherweise bei der Art der Ausschüttungsverwendung vorgesehen ist. In den Fällen, in denen die Ausschüttungsbeträge nicht ausgezahlt, sondern sogleich wieder zum Erwerb neuer Anteile verwendet werden (Thesaurierung), kann bei **Abweichung des Ausgabetermins von dem Ausschüttungstermin die Wiederanlage nicht problemlos** erfolgen.

In der Praxis ist die Umsetzung der vorgesehenen Beschränkung der Anteilsausgabe überaus kritisch zu beurteilen, denn üblicherweise werden Geldanlagen nach der erfolgten Beratung in der Regel sofort umgesetzt. Es ist nicht ersichtlich, wie Anleger zwischen den Ausgabeterminen beraten werden sollen. Eine Anlageberatung kann immer nur Erkenntnisse bis zum Zeitpunkt der Beratung berücksichtigen. Eine anlage- und anlegergerechte Beratung, die sich auf einen ggf. bis zu einem Vierteljahr in der Zukunft befindlichen Zeitpunkt bezieht, ist kaum vorstellbar. Es ist weder absehbar, wie sich die Immobilienmärkte genau entwickeln werden, noch zu welchem Anteilpreis Anteile dann erworben werden können. So führt die Regelung dazu, dass die Beratungen voraussichtlich nur zu den jeweiligen Ausgabeterminen stattfinden werden können. Es ist **zu befürchten, dass gerade Einmalanlagen deutlich zurück gehen werden**, was erneut zu Liquiditätsproblemen des OIF führen kann und daher nicht im Anlegerinteresse liegt.

Der Gesetzesbegründung, dass sowohl die Regelung der Ausgabe und der Rücknahme den Anforderungen an ein Produkt mit illiquiden Vermögensgegenständen gerecht wird, stimmen wir aus den aufgeführten Gründen nicht zu. Das Anlageprodukt „offener Immobilienfonds“ wird durch die Beschränkungen für private Anleger wesentlich unattraktiver und gefährdet den Bestand der im Markt unverändert erfolgreich aktiven Produkte mit einem Volumen von ca. 62 Milliarden Euro und weit über 2 Millionen Anlegern.

II. Beibehaltung der Neuregelungen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG)

Wir würden mit Blick auf den Erhalt des Produktes OIF und den Anlegerschutz ausdrücklich begrüßen, wenn die zum 1. Januar 2013 in Kraft getretenen Regelungen des „Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes“ nunmehr in das KAGB unverändert aufgenommen würden. Diesen **mit großem Aufwand umgesetzten Regelungen sollte zunächst die Chance auf Wirkung gegeben werden**. Es besteht keine Veranlassung, an der Wirksamkeit der durch das AnsFuG eingeführten Regelungen in Bezug auf offene Immobilienpublikumsfonds zu zweifeln. Den erkannten Schwächen in der Regulierung offener Fonds wurde bereits durch die

vom Gesetzgeber beschlossenen und nun umgesetzten Reformen ausreichend Rechnung getragen. Eine darüber hinausgehende Verschärfung der Regelungen ist nicht erforderlich und auch nicht angemessen. Die AIFMD beinhaltet auch keine darüber hinausgehende Notwendigkeit einer weiteren Produktregulierung offener Immobilien-Publikumsfonds. Nach unserem Dafürhalten beinhalten die Regelungen des **AnsFuG bereits wesentliche Neuerungen zur Sicherung der Liquidität offener Immobilienfonds**, wie z.B. die Mindesthaltefrist von zwei Jahren (§ 80c Abs. 3 InvG) und die Rückgabefrist von zwölf Monaten (§ 80c Abs. 4 InvG). Diese Regelungen haben bereits die Inkonsistenz zwischen kurzfristiger Rückgabemöglichkeit und langfristiger Anlage in illiquide Vermögensgegenstände gelöst, indem Rückgabebeschränkungen eingeführt wurden. Gleichzeitig ist eine Entwicklung dahingehend eingetreten, dass offene Immobilienpublikumsfonds von institutionellen Anlegern in großem Umfang nicht mehr genutzt werden. Die verbliebenen Fondsanbieter haben ihre Stressresistenz bewiesen und können unter den Regelungen des § 80c InvG die tägliche Verfügbarkeit der Anteile an Anleger gewährleisten. Darüber hinaus haben interne Berechnungen (Stressszenarien) einer der führenden Kapitalanlagegesellschaften z.B. ergeben, dass unter den am 1. Januar 2013 in Kraft getretenen Regelungen gemäß AnsFuG die Rückgaben um gut 30% gedämpft würden. Das bedeutet unter anderem, dass die vorhandene Liquidität der bestehenden offenen Immobilienfonds ein krisenbedingtes Rückgabeverhalten der Anleger neun Mal länger als bis dato beobachtet bedienen könnte. Hierdurch wird dem unverändert starken und sogar wachsenden Kundenbedürfnis auf Seiten der Kleinanleger nach breit gestreuten indirekten Immobilienanlagen ohne die Volatilität des Aktienmarktes bei einem gewissen Maß an Liquidität Rechnung getragen. Dies trägt zu einer besseren Diversifikation der jeweiligen Kundenportfolien bei, was den Anlegerschutz durch Risikostreuung erhöht. Damit **bleibt diese Anlageklasse weiterhin für breite Bevölkerungsschichten offen**.

Der Gesetzentwurf bietet auch keine adäquaten vergleichbaren Anlageformen an. Der Ein-Objekt-Fonds soll zukünftig Anlegern mit mindestens 20.000 Euro Anlagesumme vorbehalten sein. REITs stellen eine Kapitalanlage dar, die sich am Kapitalmarkt und gerade nicht an den durch die REITs gehaltenen Immobilien orientiert. So zeichnen sich REITs durch Volatilität, wie man sie auch von anderen Aktieninvestments kennt, aus. Der Aktienkurs kann dabei völlig losgelöst vom NAV des REITs sein. Nicht vergessen werden sollte auch, dass sich die Anlageform der REITs bisher nicht bei Anlegern in Deutschland bewähren oder behaupten konnte.

Es sollte zugunsten der bestehenden und zukünftig aufgelegten OIF verhindert werden, dass **durch neuerliche Änderungen eine weitere Verunsicherung der Anleger** eintritt und diese daher von der Anlage in dieses Produkt Abstand nehmen oder, sofern sie bereits solche Anlagen haben, sich schockartig aus Ihnen zurückziehen.

III. Keine Änderung des heutigen Bewertungsregimes von Immobiliengesellschaften

Das Investmentgesetz regelt derzeit, dass **die Bewertung der Beteiligung** an einer Immobiliengesellschaft nach den für Unternehmensbeteiligungen anerkannten Grundsätzen zu erfolgen hat, *wobei die Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem Sachverständigen* (so für § 68 InvG, der die Bewertung vor Erwerb regelt) beziehungsweise vom *Sachverständigenausschuss* (so für § 70 InvG, der die laufende Bewertung betrifft), *festgestellt wurde*. Der jeweils kursiv gesetzte Nebensatz stellt damit sicher, dass die Fondsimmobilen unabhängig von der „Halteform“ (direkt oder indirekt über Immobiliengesellschaften) nach identischen

Regeln bewertet werden und **nicht die Grundsätze für Unternehmensbeteiligungen heranzuziehen sind.**

Im Regierungsentwurf fehlt in den entsprechenden Regelungen der § 236 Abs. 3 (für den Erwerb) und § 248 Abs. 4 KAGB-E (für die laufende Bewertung) dieser kursiv gesetzte Nebensatz. Es sind somit **erhebliche Unsicherheiten** entstanden, denn unklar ist, ob deshalb bei der Immobilienwertermittlung in einer Immobiliengesellschaft zukünftig allein auf die Wertermittlungsgrundsätze für Unternehmensbeteiligungen abzustellen ist. Dadurch würde der bisherige sachgerechte Grundsatz, wonach Immobilien in Gesellschaften nach den gleichen Grundsätzen zu bewerten sind wie direkt gehaltene Immobilien, ohne nachvollziehbaren Grund aufgehoben.

Wirtschaftliche Folge einer solchen Vorgehensweise wäre, dass nicht mehr die nachhaltige Miete und ihre Entwicklung Basis für die Wertentwicklung indirekt gehaltener Immobilien wäre, sondern auch in Marktübertriebsphasen das untere Niveau der aktuellen Mieten. Damit wird die Wertentwicklung dieser Immobilien deutlich volatiler dargestellt und der Schutzmechanismus, in Marktübertriebsphasen Immobilien nicht so leicht erwerben zu können (da in der Regel mittelfristig überbewertet) bzw. in Marktuntertriebsphasen nicht so leicht veräußern zu können (Marktpreis in der Regel mittelfristig zu niedrig), entfällt.

Ferner besteht durch die vorgenommene Änderung das **Risiko, dass der Bewerter der Beteiligung (Abschlussprüfer im Sinne des § 319 HGB) nicht mehr wie heute an den von einem externen Bewerter ermittelten Wert gebunden ist**, mit der Folge, dass im Ergebnis die Gefahr unterschiedlicher Bewertungen bestehen könnte. Zudem bestünde das Missbrauchsrisiko, dass durch Einbringung von direkt gehaltenen Fondsimmobilien in Immobiliengesellschaften (oder umgekehrt) allein günstigere Bewertungen aufgrund von unterschiedlichen Bewertungsverfahren erzielt werden könnten.

Letztendlich wären mit einer Immobilienbewertung durch den Abschlussprüfer, welche dann neben der gem. § 251 Abs. 2 weiterhin erforderlichen, jedoch nutzlosen, Bewertung durch den Sachverständigen **erhebliche Mehrkosten für die Anleger** verbunden, ohne dass dadurch das Anlegerschutzniveau steigen würde. Daher sollten **die bisherigen Formulierungen des Investmentgesetzes beibehalten** werden.

IV. Kein Wegfall des Sachverständigenausschusses

Gemäß **§ 250 KAGB-E** soll die Bewertung von Immobilien nicht mehr durch einen Sachverständigenausschuss, sondern durch einen externen Bewerter erfolgen. Der Wegfall des Sachverständigenausschusses, der bisher in § 77 InvG geregelt war, soll durch eine Umstellung auf ein allgemeines Bewerterssystem nach den §§ 212 ff. in Verbindung mit den §§ 248 ff. KAGB-E kompensiert werden. Die bisherige Zusammenarbeit mit den Sachverständigenausschüssen hat sich allerdings in der Praxis bewährt, so dass wir keine Notwendigkeit sehen, das bisherige System zu verändern. Der Sachverständigenausschuss ist ein bewährtes Qualitätsmerkmal der offenen Immobilienfonds. Nur der Sachverständigenausschuss stellt sicher, dass die nachhaltige Miete und der Bewertungszins als zentrale Bewertungsgrößen durch ein **Sechs-Augen-Prinzip** von zertifizierten Immobilienfachleuten abgesichert sind. Diese nur auf ein Zwei-

Augen-Prinzip zu beschränken, ist aufgrund deutlich höherer Irrtumswahrscheinlichkeiten nicht vertretbar.

Aus unserer Sicht steht eine solche Regelung **nicht im Widerspruch zu Artikel 19 Absatz 10 der AIFM-Richtlinie**. Danach ist zwar der Fondsmanager für die Bewertung verantwortlich, allerdings finden sich auch in der Richtlinie selbst in Artikel 19 Absatz 4 und 5 hierzu Einschränkungen. Eine Festlegung auf lediglich eine Person wird durch Artikel 19 nicht vorgenommen, wie sich bereits aus Absatz 4 (a) 2. Alt. ergibt. § 250 KAGB-E beschränkt die Möglichkeiten der Bewertung der Vermögenswerte auf einen externen Bewerter. Es wäre allerdings durchaus auch eine Beschränkung in der Form denkbar, dass die Bewertung durch einen externen Bewerter in Form eines Sachverständigenausschusses zu erfolgen hat.

V. Verschmelzung von Immobilienfonds

§ 187 Abs. 1 Ziff. 3 KAGB-E sieht vor, dass eine Verschmelzung von Immobilienfonds nur möglich ist, wenn die Anleger das Recht erhalten, den Umtausch ihrer Anteile in Anteile eines anderen Immobilienfonds zu verlangen, der mit den bisherigen Anlagegrundsätzen vereinbar ist. Durch diese Anforderung wird es den meisten Kapitalverwaltungsgesellschaften erheblich erschwert, Immobilienfonds miteinander zu verschmelzen. Häufig haben die Kapitalverwaltungsgesellschaften keinen weiteren Immobilienfonds mit vergleichbaren Anlagegrundsätzen, den sie ihren Anlegern zum Umtausch anbieten können. Die Anleger werden dadurch gegebenenfalls veranlasst, in einem unrentablen Fonds zu verbleiben, statt dass sie von den Vorteilen einer Verschmelzung profitieren könnten.

Die hohen Anforderungen an die Verschmelzung von Immobilienfonds stellen u.E. einen sachlich nicht gerechtfertigten Nachteil gegenüber anderen Publikums-AIF dar. Wir regen daher an, § 187 Abs. 1 Ziff. 3 KAGB-E zu streichen.

B) Anwendungsbereich des KAGB

Der Anwendungsbereich des KAGB bedarf mit Blick auf die **Definition von Investmentvermögen in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E dringend einer Konkretisierung**. Mit Ausnahme des Halbsatzes „und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“ ist der Wortlaut von § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E Art. 4 Abs. 1 Buchstabe a der AIFM-Richtlinie entnommen worden. Der Gesetzesbegründung ist zu entnehmen, dass durch die Formulierung „der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“ in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E eine Präzisierung des Anwendungsbereichs des KAGB erreicht werden sollte, da durch die von der AIFM-Richtlinie vorgegebenen, sehr weiten Merkmale der Definition von Investmentvermögen die Gefahr besteht, dass auch produzierende und andere operativ tätige Unternehmen in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen könnten, die keine Fonds sind und deren Regulierung nicht mit der AIFM-Richtlinie bezweckt wurde (vgl. Seite 368 des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung).

Jedoch ist **nicht ersichtlich, welche Unternehmen hier als „operativ tätige Unternehmen“ anzusehen sind und was in diesem Zusammenhang als „Finanzsektor“ zu verstehen ist**.

Zur Ermöglichung der Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben in der Praxis ist mit Blick auf die **Regulierung gesellschaftlicher Zusammenschlüsse** wie beispielsweise Aktiengesellschaften, Gesellschaften bürgerlichen Rechts oder Genossenschaften i. S. d. § 1 GenG eine Präzisierung der Definition von Investmentvermögen in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E weiterhin zwingend geboten. Es muss sich aus dem Gesetz ergeben, wann ein gesellschaftlicher Zusammenschluss dem KAGB unterfällt und wann dieses nicht der Fall ist. Wir sprechen uns hier mit Nachdruck für die **Aufnahme von Legaldefinitionen** oder **alternativ** für eine **Ergänzung der Ausnahmebestimmungen des § 2 Abs. 1 KAGB-E** aus.

Auf die **Einschränkung „außerhalb des Finanzsektors“** sollte in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E schon deshalb **verzichtet** werden, da beispielsweise Banken oder Sparkassen nicht als Investmentvermögen angesehen werden können.

Des Weiteren sprechen wir uns dafür aus, **Bürgerenergieprojekte** zur Finanzierung und zum Betrieb von dezentralen Erzeugungsanlagen, integrierten lokalen Versorgungssystemen und lokalen Energieeinsparprojekten sowie **andere Bürgerbeteiligungsprojekte** ausdrücklich **vom Anwendungsbereich des Gesetzes auszunehmen** und schließen uns diesbezüglich den Ausführungen in der Begründung der Empfehlung des Bundesrates zu Art. 1 KAGB allgemein an (vgl. BR-Drs. 791/12, Ziffer 1).

C) Geschlossene Fonds

I. Mögliche Fondsvehikel (§ 139 KAGB-E)

Entsprechend den Vorgaben der AIFM-Richtlinie legt das KAGB-E anders als das aufzuhebende InvG einen **materiellen Investmentfondsbegriff** zugrunde. Geschlossene inländische Investmentvermögen dürfen nach § 139 KAGB-E künftig **nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft** aufgelegt werden.

Der Begründung zu § 139 KAGB-E ist zu entnehmen, dass die zwei möglichen Fondsvehikel der Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital und der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft den bisher ganz überwiegend von geschlossenen Fonds gewählten Rechtsformen und den in der EU gebräuchlichen Fondsvehikeln entsprechen. Dies erscheint zweifelhaft: Gerade aufgrund unterschiedlicher steuerlicher Konzeptionen, aber auch mit Blick auf die Bedürfnisse der Anleger, **sollte es offen bleiben, welche Rechtsform ein geschlossener Fonds hat**. Zudem sehen wir hier einen Standortnachteil für geschlossene Fonds in Deutschland. Ausländische Fonds unterliegen in aller Regel keinen solchen Vorgaben. Sofern der Gesetzentwurf dahingehend zu verstehen sein sollte, dass auch ausländische geschlossene Fonds, die in Deutschland vertrieben werden sollen, der Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder der Investmentkommanditgesellschaft entsprechende Rechtsformen aufweisen sollen, weisen wir auf erhebliche praktische Schwierigkeiten hin. Zum einen ist eine Vergleichbarkeit nur schwer festzustellen, zum anderen können gegebenenfalls bestimmte deutsche gesellschaftsrechtliche Regelungen in ausländischen Rechtsordnungen nicht nachgebildet werden.

Soweit an dem Typenzwang dennoch festgehalten werden sollte, folgern wir im Umkehrschluss aus der Gesetzesbegründung, dass Unternehmungen, die bisher nicht ganz überwiegend in diesen Rechtsformen betrieben wurden, nicht als geschlossene inländische Investmentvermögen i. S. d. KAGB anzusehen sind und somit nicht in dessen Anwendungsbereich fallen. Eine diesbezügliche Klarstellung sollte in das Gesetz aufgenommen werden.

II. Allgemeine Vorschriften für geschlossene Publikums-AIF

- Zulässige Anlagegegenstände: Zunächst begrüßen wir, dass die Aufzählung der Sachwerte gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E in Absatz 2 lediglich beispielhaft erfolgt und hier weiterhin Raum für Produktinnovationen besteht. Allerdings halten wir es für nicht sachgerecht, dass abgesehen von den Sachwerten gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E die Aufzählung gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1-7 KAGB-E abschließend vorschreibt, welche Investitionsobjekte zukünftig bei geschlossenen Publikums-AIF zulässig sein sollen. Es ist unseres Erachtens empirisch nicht belegbar, dass sich diese Anlageobjekte besonders für Privatanleger eignen würden. Die Auswahl erscheint daher willkürlich und verhindert durch ihren abschließenden Charakter Innovationen.
- Ein-Objektfonds (§ 262 Abs. 2 Satz 1 KAGB-E): Die für einen Ein-Objektfonds und nicht risikogemischten geschlossenen Fonds qualifizierten Anleger sollen laut Gesetzesentwurf neben einer Mindestanlagesumme von EUR 20.000 schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument u.a. angeben, dass sie sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst sind. Wir halten dies nicht für sachgerecht. Eine Bestätigung, sich bestimmter Risiken bewusst zu sein, ist bei Verbrauchern AGB-rechtlich angreifbar und belastet den Anleger ungebührlich.

Weiterhin sollen Anleger gemäß dem Regierungsentwurf über Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse verfügen, die die AIF-Verwaltungsgesellschaft bewertet hat, ohne von der Annahme auszugehen, dass der Anleger über die Marktkenntnisse und -erfahrungen eines im Sinne des WpHG professionellen Anlegers verfügt. Diese Anleger sollen solche sein, bei denen die AIF-Verwaltungsgesellschaft unter Berücksichtigung der Art der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition hinreichend davon überzeugt ist, dass sie in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen selbst zu treffen, und die damit einhergehenden Risiken verstehen und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist. Es ist bereits nicht ersichtlich, auf welcher Grundlage eine AIFM-Verwaltungsgesellschaft, die vielfach nicht über eigenen Kundenkontakt verfügt, Kenntnisse und Erfahrungen eines Anlegers überprüfen soll. Für eingeschaltete Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt: Bereits nach derzeitiger Rechtslage widerspricht es den wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltensregeln, Anlegern im Rahmen der Anlageberatung oder Anlagevermittlung Fondsanteile zu empfehlen oder anzubieten, sofern dadurch Risiken entstehen, die dazu führen, dass das Finanzinstrument oder die Wertpapierdienstleistung für den betreffenden Anleger nicht mehr geeignet (Anlageberatung) oder angemessen ist (Anlagevermittlung). Im Fall der Anlageberatung wird dies gegenüber Privatanlegern in einem Beratungsproto-

koll dokumentiert (§ 34 Abs. 2a WpHG). Zusätzlich zu dokumentierende Prüfungskategorien erscheinen nicht geboten.

Aus unserer Sicht sollte es bei der Beschränkung auf eine Mindestanlagesumme von 20.000 Euro bleiben. Wir empfehlen, auf die Voraussetzungen nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe bb bis ee KAGB-E zu verzichten und den Vertrieb von Ein-Objektfonds gegenüber Privatanlegern nur über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die an § 31 Abs. 4 WpHG oder vergleichbare ausländische Vorschriften gebunden sind, zuzulassen. Über die WpHG-rechtlichen Wohlverhaltensregelungen sind Privatanleger ausreichend geschützt. Es sollte dann auch eine Klarstellung erfolgen, dass die Mindestanlagesumme 20.000 Euro oder ein entsprechender Gegenwert in einer anderen Währung beträgt.

- Vorrang von Anlegerentscheidungen: Der Gesetzentwurf beschneidet nachhaltig die Rechte der Anleger eines geschlossenen Fonds. Aufgrund ihrer Rechtsform bieten geschlossene Fonds durch das HGB sowie den Gesellschaftsvertrag definierte Gesellschafter-, insbesondere Mitspracherechte, die bei einem Sondervermögen gerade nicht bestehen. Diese Rechte sollten den Anlegern, die sich bewusst für diese Form der Anlage und damit auch für die unternehmerische Investition entschieden haben, auch zugestanden werden. Daher sollte eine Regelung aufgenommen werden, die es Anlegern erlaubt, durch entsprechenden Gesellschafterbeschluss auch von Regelungen des KAGB abzuweichen. Dies sollte insbesondere nach Auflage des Fonds gelten.
- Quorum, aber keine Vereinigung von 75% des Zeichnungskapitals: Für Gesellschafterentscheidungen sollte keine Beteiligung aller investierten Anleger vorgesehen werden. Das Erfordernis einer Zustimmung von einer qualifizierten Mehrheit von Anlegern, die mindestens 75% des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen, stellt die Fonds vor enorme praktische Probleme. In der Vergangenheit hat sich bereits gezeigt, dass zahlreiche Anleger an Gesellschafterabstimmungen nicht teilnehmen. Dies kann – wenn die Regelungen unverändert bleiben – Fonds auch zum Nachteil der Anleger komplett blockieren und in wirtschaftliche Schieflage bringen. Daher sollte auf die Erfahrungen mit geschlossenen Fonds in den vergangenen Jahrzehnten zurückgegriffen werden und ein Quorum der abgegebenen Stimmen ausreichend sein. Soweit auf Entscheidungen der Anleger referenziert wird, z.B. bei der Zustimmung zur Änderung von Anlagebedingungen (§ 267 Abs. 3 KAGB-E), sollten qualifizierte Mehrheiten der abgegebenen Stimmen vorgesehen werden. Dies erlaubt eine adäquate Beteiligung der Anleger und hält den Fonds handlungsfähig.
- Beteiligung der Verwahrstelle: An verschiedenen Stellen werden der Verwahrstelle Kontroll- und Zustimmungsrechte eingeräumt. Diese sind denen der Depotbank bei offenen Immobilienfonds nachempfunden. Während bei offenen Immobilienfonds die Kontroll- und Zustimmungsrechte der Depotbank die Rechte der Anleger sichern, da diese keine Mitspracherechte haben, ist dieses Korrektiv bei geschlossenen Fonds, die weiterreichende Informations-, Mitbestimmungs- und andere Gesellschafterrechte vorsehen, nicht erforderlich. Es handelt sich um einen zusätzlichen Aufwand, der die Anleger auch kostenmäßig belasten wird. Unklar ist auch, wie der Verwalter den Konflikt zwischen Auftrag der Anleger durch Gesellschafterbeschluss und Verweigerung der Zu-

stimmung durch die Verwahrstelle lösen soll. Die Rechte der Verwahrstelle sollten angepasst werden. In Fällen, in denen die Gesellschaftsverträge der Fonds eine Beteiligung der Anleger bereits vorsehen, sollte es keiner Zustimmung durch die Verwahrstelle bedürfen. Soweit die Anleger ausdrücklich einen Beschluss fassen, sollte die Verwahrstelle kein geteiltes Votum abgeben dürfen.

- Problematisch erscheint zudem das Aufleben der Haftung des Kommanditisten nach Einlagenrückgewähr und Ausschüttung i.S.d. § 152 Abs. 2 KAGB-E. Zwar entspricht diese Regelung den allgemeinen Regelungen nach dem HGB (vgl. §§ 171, 172 Abs. 4 HGB). Allerdings darf nicht verkannt werden, dass bei der Kommanditgesellschaft nach dem HGB eine andere Bilanzierung als bei einer Investment-KG gemäß §§ 149ff. KAGB-E erfolgt. Während bei Kommanditgesellschaften eine HGB-Bilanzierung erfolgt, erfolgt die Bewertung für geschlossene Publikums-AIF gemäß §§ 271, 272 KAGB. Soweit die Regelungen für die Einlagenrückgewähr oder Ausschüttung gemäß § 152 Abs. 2 KAGB-E unverändert bleiben, ist die Gesellschaft gezwungen, eine Schattenbuchhaltung nach dem HGB vorzuhalten, um feststellen zu können, ob eine den Haftungstatbestand auslösende Einlagenrückgewähr oder Ausschüttung erfolgt ist oder nicht. Dies ist aber vom Gesetzgeber erkennbar nicht gewollt. Daher erscheint es sachgerecht, die Haftung bei Ausschüttung – abweichend von den Regelungen des HGB – auszuschließen.

III. Ausnahmevorschrift nach § 2 KWG

Wir bitten, die Ausnahmevorschriften nach § 2 KWG auf Anpassungsbedarf hin zu überprüfen. Aus unserer Sicht muss gewährleistet sein, dass es durch die Verengung des Begriffs der Vermögensanlagen im VermAnIG und die Einführung des KAGB nicht zu ungewünschten Folgen kommt, die für einzelne, wie z.B. Treuhänder, eine Erlaubnis nach dem KWG erforderlich machen würde.

D) Definition des semi-professionellen Anlegers

Wir **begrüßen** zunächst, dass es durch die Einführung einer **zusätzlichen Anlegerklasse** Stiftungen, Arbeitgeberverbänden, berufsständischen Versorgungswerken oder kirchlichen Einrichtungen weiterhin ermöglicht wird, in inländische Spezial-AIF zu investieren.

Die Kriterien des § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) bb) bis ee) KAGB-E halten wir jedoch für nicht zielführend, um den Anlegerkreis für Spezial-AIFs zu bestimmen. Wir empfehlen, auf die Voraussetzungen nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) bb) bis ee) KAGB-E zu verzichten und den Vertrieb von Spezial-AIF gegenüber semi-professionellen Anlegern nur über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die an § 31 Abs. 4 WpHG oder vergleichbare ausländische Vorschriften gebunden sind, zuzulassen. Privatanleger sind über die Signalwirkung einer Mindestanlagesumme von EUR 200.000 sowie die WpHG-rechtlichen Wohlverhaltensregelungen ausreichend geschützt, wenn sie in Spezial-AIF anlegen. Es sollte dann auch eine Klarstellung erfolgen, dass die Mindestanlagesumme 200.000 Euro oder ein entsprechender Gegenwert in einer anderen Währung beträgt.

Höchst vorsorglich und nur für den Fall, dass der Gesetzgeber am Erfordernis der Einstufung als semi-professioneller Anleger im Sinne der vorgenannten Vorschrift und der Mindestanlage-summe von 200.000 Euro festhalten will, regen wir an, bei einer höheren Summe (z.B. 1 Milli-onen Euro) die Eigenschaft als semi-professionellen Anleger unwiderlegbar zu vermuten. Dies würde für einen Anlegerkreis, der aufgrund der hohen Anlagesumme ohnehin über eine ent-sprechende Risikotragfähigkeit verfügen dürfte, eine Entbürokratisierung bedeuten. Zudem wäre für die Fälle, in denen die vorgenannte Mindestanlagesumme nicht erreicht wird, mit Blick auf eine Umsetzungsmöglichkeit in der Praxis zwingend zu konkretisieren, anhand wel-cher Kriterien der „Sachverstand“ des Anlegers zu bewerten sein soll, ohne dass hierbei auf die Erfahrungen und Kenntnisse abgestellt wird (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) cc) KAGB-E). Ferner ist nicht ersichtlich, wie die Anforderung „dass er in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen“ in § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) dd) KAGB-E zu verstehen ist und anhand welcher Maßstäbe das Vorliegen dieser Voraussetzung zu überprüfen wäre.

Darüber hinaus wäre eine Bestätigung nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) bb), sich bestimmter Risiken bewusst zu sein, bei Verbrauchern AGB-rechtlich angreifbar und würde den Anleger ungebührlich belasten.

E) Konzernbegriff

Im Hinblick auf § 1 Abs 19 Nr. 35 KAGB-E fällt jedoch auf, dass die dort vorgesehene Definiti-on des Begriffs „Tochterunternehmen“ auf § 290 HGB verweist. Dies ist insoweit problema-tisch, als § 290 HGB in seiner heutigen Fassung nicht mit der Definition der AIFM-Richtlinie (Art 4. 1 (ak) übereinstimmt. Die Definition der Richtlinie stimmt mit der üblichen EU-rechtlichen Definition des Tochterunternehmens überein; so enthält auch der vorliegende Ent-wurf der CRR unter Art 4 (61) (a) den der AIFM-Richtlinie entsprechenden Regelungsansatz.

§ 290 Abs 2 Nr. 4 HGB findet jedoch in den angeführten EU-Regelungen keine Entsprechung. Im Ergebnis würde daher der Kreis der Tochterunternehmen im Rahmen des KAGB-E weiter gezogen als von der AIFMD vorgesehen und sonst im EU-rechtlichen Kontext gebräuchlich.

Der Unterschied ist nicht banal. Konkret dürften einige Hundert Gesellschaften (SPVs, Son-dervermögen, "Silos" u.ä.) unter die HGB-Vorschrift fallen, ohne ansonsten für aufsichtsrecht-liche Zwecke als Tochterunternehmen qualifiziert zu sein. Dass ein – ohne Not – eigenständi-ger Ansatz des KAGB hier zu praktischen Problemen führt, liegt auf der Hand.

Art 4.1 (ak) der AIFMD sollte daher 1:1 umgesetzt werden.

F) Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen, §§ 293 ff KAGB-E

I. Vertrieb

1. Grundsätzliche Anmerkungen

Wir halten die Anforderungen an den Vertrieb (§§ 293 ff. KAGB-E) allgemein für schwer ver-ständlich, da vielfach unklar ist, inwieweit die Anforderungen gelten. So wird beispielsweise bei § 297 KAGB-E allein in den ersten fünf Absätzen zwischen Anforderungen an den Vertrieb von

OGAW (Abs. 1), Anforderungen an den Vertrieb von AIF (Abs. 2) und Anforderungen sowohl an OGAW als auch AIF (Abs. 3 - 5) gewechselt. Teilweise sind zudem Anforderungen enthalten, die nur auf AIF zutreffen. Dadurch wird eine spätere rechtssichere Anwendung erheblich erschwert, wenn nicht sogar unmöglich gemacht.

2. Definition des Vertriebs (zu § 293 Abs. 1 KAGB-E)

Kritisch bewerten wir die Definition des Vertriebs in § 293 Abs. 1 KAGB-E, welche im Ergebnis zu weit gefasst ist. Zunächst sollte die in der AIFM-Richtlinie enthaltene Einschränkung „auf Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag“ in § 293 Abs. 1 KAGB-E aufgenommen und entsprechend auch auf den Vertrieb von Anteilen an OGAW und anderen Publikums-AIF ausgedehnt werden. Es handelt sich hierbei um eine sinnvolle Klarstellung, dass ausschließlich von einem OGAW bzw. AIFM initiiertes Angebot etc. als Vertrieb zu werten ist und ein Vertrieb gerade nicht vorliegt, wenn auf Kundenwunsch oder -initiative gehandelt wird. Eine Ausdehnung auf die OGAWs stünde auch im Einklang mit der Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009, die ausweislich ihres Art. 1 für die im Gebiet der Mitgliedstaaten niedergelassenen OGAW gelten (entsprechend für die AIFM Art. 1 der Richtlinie 2011/61/EU).

In diesem Zusammenhang möchten wir noch einmal betonen, dass sich für Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Anforderungen an den Vertrieb von Investmentanteilen nach unserer Rechtsauffassung abschließend aus dem Wertpapierhandelsgesetzbuch ergeben und auch zukünftig weiterhin aus Gründen der Rechtssicherheit abschließend aus dem Wertpapierhandelsgesetzbuch ergeben sollten.

Die Definition des Vertriebs in § 293 Abs. 1 KAGB-E geht schließlich hinsichtlich des „Werbens für Investmentvermögen“ über die Definition des Vertriebs in Artikel 4 Abs. 1 Buchstabe x der AIFM-Richtlinie hinaus. Es geht im Rahmen der Vertriebsvorschriften um den Vertrieb von Investmentanteilen. Durch eine Werbung wird das Investment lediglich bekannt gemacht. Dadurch werden gerade noch keine Investmentanteile vertrieben. Die weite Definition würde bei einer formalen Betrachtungsweise zu teilweise nicht nachvollziehbaren Ergebnissen führen. Es besteht kein Bedarf, die Werbung mit einzubeziehen, da durch die weite Definition des Vertriebs, welche das Platzen von Anteilen umfasst, Privatanleger ausreichend geschützt sind. Die Ergänzung sollte daher gestrichen werden. Ein Anwendungsbereich – neben dem direkten oder indirekten Anbieten und Platzen von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens – ist nicht erkennbar.

II. Verkaufsunterlagen und zusätzliche Informationspflichten

1. Anforderungen an den Verkaufsprospekt von OGAW und AIF, § 297 Abs. 4 KAGB-E

Ausweislich der Gesetzesbegründung gilt diese Anforderung gemäß den europäischen Vorgaben nur für AIF. Zur Vermeidung von nationalem Goldplating halten wir daher eine Einschränkung des Satzes 2 auf AIF für erforderlich.

2. Zusätzliche Informationspflichten bei AIF, § 300 Abs. 4 KAGB-E

Die Regelung des § 300 KAGB-E sieht in Absatz 4 vor, dass die Anleger in AIF über alle Änderungen, die sich in Bezug auf die Haftung der Verwahrstelle ergeben, mittels eines dauerhaften Datenträgers unverzüglich informiert werden müssen. Dies wird mit dem Recht begründet, für den Vertrieb an Privatanleger strengere Vorschriften vorzusehen. Aus unserer Sicht ist diese Regelung nicht erforderlich, da eine Information der Anleger über das Internet aus Gründen des Anlegerschutzes ausreichend erscheint. Daher sollte der Einschub „mittels eines dauerhaften Datenträgers“ gestrichen werden. Wir schlagen vor, den § 300 Abs. 4 KAGB wie folgt zu formulieren: *„Zudem informiert die AIF-Verwaltungsgesellschaft die Anleger unverzüglich durch die in Verkaufsprospekt benannten Informationsmedien über alle Änderungen, die sich in Bezug auf die Haftung der Verwahrstelle ergeben.“*

G) Verwahrstellen

I. Übertragung der Vorschriften für AIF-Verwahrstellen auf OGAW-Verwahrstellen

Im Gesetzentwurf werden die Regelungen aus der AIFM-Richtlinie für AIF-Verwahrstellen auf OGAW-Verwahrstellen übertragen. Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt, gerade auch im Sinne des Anlegerschutzes, einen Gleichlauf der Regelungen für Verwahrstellen unterschiedlicher Fondsgruppen, auf dessen Einhaltung auch im weiteren Gesetzgebungsprozess auf europäischer Ebene in Bezug auf OGAW-Fonds unbedingt geachtet werden sollte. Die nationale Ausweitung der Vorschriften, die für Alternative Investmentfonds nach der AIFM-Richtlinie bestehen, auf richtlinienkonforme Sondervermögen (OGAW-Fonds) erscheint jedoch vor dem Hintergrund der bereits ausstehenden EU-Richtlinie – ein Vorschlag für eine OGAW-V-Richtlinie (COM 2012/0168 (COD)) liegt bereits vor – nicht sinnvoll. In der Begründung zu § 77 KAGB-E räumt das Bundesministerium der Finanzen (BMF) selbst ein, dass nur eine Interimslösung geschaffen wird, deren Ende bereits vorgezeichnet ist. Warum einerseits mit Rücksicht auf die europäische Regulierung die Vorschriften für OGAW-Verwahrstellen und die Vorschriften für AIF-Verwahrstellen in jeweils eigenen Unterabschnitten des KAGB-E geregelt werden, andererseits die dadurch geschaffene Möglichkeit der differenzierenden Regelung aber nicht genutzt und die absehbare und bereits in der öffentlichen Konsultation befindliche EU-Richtlinie zu neuen Vorgaben für OGAW-Verwahrstellen nicht abgewartet wird, ist unverständlich. Ohne dringenden Handlungsbedarf wird den Verwahrstellen für eine absehbare, kurze Übergangszeit die Umsetzung einer Regulierung abverlangt, wohlwissend, dass eine Umsetzung weiterer Vorgaben kurz bevorsteht.

Sollte der Gesetzgeber daran festhalten, jetzt schon auch Neuregelungen für OGAW-Verwahrstellen vorzuschlagen, so sollte jedenfalls darauf geachtet werden, dass die Anforderungen an OGAW-Verwahrstellen nicht ohne Not von den Anforderungen an AIF-Verwahrstellen abweichen. Hierzu seien einige Regelungen im KAGB-E beispielhaft genannt, die einer Überarbeitung bedürfen:

Unterschiede bestehen bei der Verwahrung von Vermögensgegenständen und der Verbuchung von Guthaben: Unterschiedliche Anforderungen ergeben sich zum einen aus § 72 Abs. 1 KAGB-E für die depotmäßige Verwahrung von Wertpapieren und § 81 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E. Sie ergeben sich zum anderen aus § 72 Abs. 2 KAGB-E für die Verbuchung von Guthaben und § 83 Abs. 6 Satz 2 KAGB-E.

Auch beim Anteilscheingeschäft werden OGAW- und AIF-Fonds unterschiedlich reguliert. So sollte eine dem § 71 Abs. 1 KAGB-E gleichlautende Regelung in § 83 Abs. 6 Satz 1 für AIF-Fonds gefunden werden, welche klarstellt, dass durch die Verwahrstellen „Anteile nur gegen volle Leistung des Ausgabepreises ausgegeben werden“. Der aktuelle Wortlaut in § 83 Abs. 6 Satz 1 KAGB-RegE („sorgt dafür, dass sämtliche Zahlungen von Anlegern oder im Namen von Anlegern bei der Zeichnung von Anteilen eines inländischen AIF gezeichnet wurden“) macht an dieser Stelle nicht klar, welche Verpflichtungen für die Depotbank mit dieser Formulierung einhergehen.

II. Weitere Aspekte in Bezug auf Verwahrstellen

1. Interessenkonflikte (§ 70 Abs. 2 i.V.m. § 73 Abs. 1 Ziff. 4 d) KAGB-E

Aus praktischer Sicht wird die Verwahrstelle nicht sicherstellen können, dass der Unterverwahrer die Pflichten und Verbote nach § 70 KAGB-E einhält, vgl. § 73 Abs. 1 Ziff. 4 d). Beispielhaft sei an dieser Stelle nur die mögliche personelle Verflechtung zwischen Zentralverwahrern und den Kapitalverwaltungsgesellschaften bzw. den ausgelagerten Assetmanagern genannt. Das gleiche gilt für die §§ 82, 85 KAGB-E. Es sollte daher § 73 Abs. 1 Ziff. 4 d) in dem Sinne ergänzt werden, dass der Unterverwahrer der Verwahrstelle die Einhaltung der Vorgaben gemäß § 70 KAGB-E vertraglich zuzusagen hat.

2. Unterverwahrung (§ 73 und § 82 KAGB-E)

Aus unserer Sicht sollte der Begriff „Unterverwahrer“ durch den Begriff „Drittverwahrer“ ersetzt werden, da hierdurch Missverständnisse im Verhältnis zu Regelungen des DepotG vermieden werden. § 3 DepotG spricht anders als § 73 KAGB-E von der „Drittverwahrung“. Eine Anpassung erscheint uns sachgerecht, da es sich bei den Verwahrungsvorschriften des KAGB-E letztlich um Sondertatbestände der Verwahrungsvorschriften des DepotG handelt.

Darüber hinaus ist die Formulierung in § 73 Abs. 1 KAGB-E und § 82 Abs. 1 KAGB-E insofern fehlerhaft, als es sich bei einer „Unterverwahrung“ nicht um eine Auslagerung im bankaufsichtsrechtlichen Sinne gem. § 25a Abs. 2 KWG handelt (vgl. auch AT 9 Tz. 1 Erläuterungen zu den MaRisk v. 14.12.12).

Bereits in § 73 Abs. 1 KAGB-E wird deutlich, dass zwischen den Begriffen „übertragen“ und „auslagern“ nicht hinreichend differenziert wird. So wird in § 73 Abs. 1 S. 1 KAGB-E zunächst von „auslagern von Verwahrungsaufgaben“ und sodann unter § 73 Abs. 1 Nr. 1 von „übertragen der Aufgaben“ gesprochen. Im Bereich der korrespondierenden Haftungsnormen wird hingegen wieder von „Übertragung gemäß § 73“ gesprochen (vgl. § 77 Abs. 3 KAGB-E). Gleiches gilt für § 88 Abs. 3 KAGB-E.

Auch in der AIFM-Richtlinie 2011/61/EU wird der Begriff „auslagern“ (engl. outsourcing) vermieden (Art. 21 Abs. 11: „übertragen“/ „delegate“).

Ein Verweis in die Auslagerungsvorschriften des KWG würde bei einer entsprechenden Wortlautauslegung die Praxis vermutlich vor massive Herausforderungen stellen. Mit der Änderung im Sinne einer Auslagerung wären insbesondere Probleme beim Zusammenspiel mit in der

Praxis unproblematisch angewandten Regeln (MaRisk, KWG) zu erwarten. Dies gilt es zu vermeiden, insbesondere dann, wenn es sich möglicherweise lediglich um eine unpräzise Übersetzung der englischen Fassung der AIFM-Richtlinie handelt, weil die deutsche Fassung zum Erstellungszeitpunkt des Gesetzentwurfes noch nicht vorlag.

Daher ist eine Anpassung der §§ 73 Abs. 1, 83 Abs. 1 KAGB-E in oben benannter Art und Weise dringend erforderlich.

3. Auslagerung von Aufgaben von Verwahrstellen

Nach § 82 Abs. 4 KAGB-E (§ 73 Abs. 4 KAGB-E) darf die Verwahrstelle andere Aufgaben als die Verwahraufgaben nicht auslagern. Bei der Unterverwahrung handelt es sich nicht um eine Auslagerung im bankaufsichtsrechtlichen Sinne (siehe oben). Daher sollte das Verbot der Auslagerung nicht in der Vorschrift geregelt werden, die sich mit der Zulässigkeit der Unterverwahrung befasst.

Darüber hinaus müsste unseres Erachtens das Verbot positiv formuliert werden: „Die Auslagerung von Kontrollfunktionen ist unzulässig“. Aus der jetzt vorgesehenen negativen Formulierung ergeben sich beispielsweise Zweifel, ob mit der Wertpapierverwaltung auch die Wertpapierverwaltung (Einziehung von Zinsen, Dividenden, Kapitalmaßnahmen) auf den Unterverwahrer übertragen werden darf. Die Übertragung der Wertpapierverwaltung auf einen ausländischen Unterverwahrer ist einer der wesentlichen Gründe überhaupt, die Wertpapiere einem ausländischen Verwahrer anzuvertrauen und sollte selbstverständlich auch bei der Verwahrung von Wertpapieren für AIF (und OGAW) möglich sein. Jedenfalls darf die Auslagerung von Aktivitäten und Prozessen, die nach § 25a Abs. 2 KWG zulässig ist, nicht durch die genannten Vorschriften im KAGB beschränkt werden.

4. Ausreichende Sicherheitenstellung und Kontoeröffnung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 83 KAGB-E)

Die Kontrollfunktion der Verwahrstelle umfasst bei den AIF gemäß § 83 KAGB-E – im Gegensatz zur Kontrolltätigkeit im Zusammenhang mit OGAW, vgl. § 76 Abs. 1 Ziff. 4 KAGB-E – nicht die Sicherstellung, dass jederzeit ausreichend Sicherheiten im Rahmen der Wertpapierleihen vorhanden sind. Diese Kontrollfunktion sollte auch bei AIF ergänzt werden. Das Fehlen dieser Kontrollfunktion würde eine starke Verschlechterung aus Sicht des Anlegerschutzes darstellen.

Nach § 83 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E hat die Verwahrstelle sicherzustellen, dass bei den für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger getätigten Geschäften der Gegenwert an den inländischen AIF oder für Rechnung des inländischen AIF überwiesen wird. Zudem hat die Verwahrstelle nach § 83 Abs. 6 Satz 2 KAGB sicherzustellen, dass die gesamten Geldmittel des inländischen AIF ordnungsgemäß auf einem Geldkonto verbucht werden. Im Gegensatz zu den Regelungen des § 72 Abs. 2 und § 75 Abs. 1 Ziff. 2 KAGB-E, besteht also gemäß § 83 Abs. 6 KAGB-E die Möglichkeit für die AIF-Verwaltungsgesellschaft, Geldkonten ohne Zustimmung der Verwahrstelle zu eröffnen. Somit ist die Verwahrstelle bei der Erfüllung dieser Pflichten auf die Mitwirkung der Kapitalverwaltungsgesellschaft angewiesen, sofern diese die Konten eröffnet. Um sicherzustellen, dass der Verwahrstelle Geldkontoeröffnungen bekannt werden, sollte eine

ausdrückliche Mitwirkungs- bzw. Benachrichtigungspflicht der AIF-Verwaltungsgesellschaft in den Gesetzestext aufgenommen werden.

5. Bewertungen von inländischen Publikums-AIF (§ 216 Abs.1 Nr. 2)

§ 216 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E bestimmt, dass die Bewertungsaufgabe von offenen inländischen Publikums-AIF den AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften selbst zufällt. Unserer Auffassung nach muss bei einem Rückgriff auf interne Bewerter die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den Bewertungsprozess auf mögliche Interessenkonflikte untersuchen und diese dem Anleger und der Verwahrstelle transparent machen – entsprechend der Interessenkonfliktanalyse der Verwahrstellen. Besser wäre, wie auch bei OGAW-Fonds, grundsätzlich einen externen und damit unabhängigen Bewerter zu verpflichten. Es fehlt zumindest die Klarstellung, welche Aufgaben die Verwahrstelle bei der Prüfung der Bewertung von nicht verwahrfähigen Vermögensgegenständen (Sachwerten) hat. Die Verwahrstelle soll für die Bewertung haften, hat aber keinen Einfluss auf die Erstellung der Bewertung. Eine nochmalige parallele Bewertung zur Kontrolle der durch die AIFM erstellten Bewertung ist bei Sachwerten nach unserer Auffassung unverhältnismäßig.

Diese Ausführungen müssen gleichermaßen für die Spezial-AIF und auf die geschlossenen AIF's Anwendung finden.

6. Abwicklung des Sondervermögens (§ 100 KAGB-E)

Nach § 100 Abs. 2 KAGB-E hat die Verwahrstelle das Sondervermögen abzuwickeln und an die Anleger zu verteilen; mit Genehmigung der BaFin kann sie das Sondervermögen auch auf eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft übertragen. Für die Fälle der Insolvenz der Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 99 Abs. 3 KAGB-E) ist das eine zutreffende Regelung, da die Kapitalverwaltungsgesellschaft dann nicht mehr handlungsfähig ist. Für den Fall der Kündigung der Verwaltung des Sondervermögens durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 99 Abs. 1 KAGB-E) erscheint es jedoch unangemessen, die Kapitalverwaltungsgesellschaft aus der Verpflichtung für das Sondervermögen zu entlassen, bevor sie selber dafür Sorge getragen hat, dass entweder das Sondervermögen (mit Genehmigung der BaFin) auf eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft übertragen worden ist oder die Vermögensgegenstände verwertet und der Erlös an die Anleger verteilt ist.

Eine Kündigungsregel müsste daher ergänzt werden um eine Regelung, dass das Verwaltungsrecht nach einer Kündigung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht eher erlischt als sie alle Vermögensgegenstände des Sondervermögens verwertet und den Erlös unter den Anlegern aufgeteilt hat oder die Verwaltung des Sondervermögens mit Zustimmung der BaFin auf eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft übertragen hat. Dies gilt insbesondere für Immobilienfonds, da es hier zur Liquidation einer besonderen Expertise bedarf. Anders als bei Wertpapieren, bei denen grundsätzlich eine tägliche Veräußerungsmöglichkeit besteht, besteht für Immobilien ein gänzlich anderer Markt und damit ein gänzlich anderes Umfeld im Hinblick auf die Liquidierung.

Zudem wird angeregt, dass Abwicklungsregime dergestalt zu verändern, dass optional auch ein von der Kapitalverwaltungsgesellschaft bestimmter Sachverwalter (etwa in Anlehnung an §

31 Pfandbriefgesetz) die Abwicklung übernimmt. Dies könnte bereits in den Vertragsbedingungen festgelegt werden. Der Depotbank bliebe dann – wie vor Beginn des Abwicklungsfalls – die Kontrollfunktion. Auch aus Sicht des Anlegerschutzes erscheint diese Lösung überzeugend, da das Investmentdreieck – bestehend aus Anleger, Depotbank und dann des Sachverwalters statt der Kapitalverwaltungsgesellschaft – und damit das „Vier-Augen-Prinzip“ erhalten bliebe.

H) Sonstige investimentrechtliche Aspekte

Das Aufrechnungsverbot aus § 31 Abs. 6 InvG wird in § 93 Abs. 6 KAGB-E übernommen. Danach können Forderungen gegen die Kapitalverwaltungsgesellschaft und Forderungen, die zu einem Sondervermögen gehören, nicht gegeneinander aufgerechnet werden. Ausnahmen bestehen für bestimmte Geschäfte. Diese Ausnahmeregelung sollte klarstellend dahingehend ergänzt werden, dass die Ausnahme auch für Derivategeschäfte an Terminbörsen oder anderen organisierten Märkten gelten soll. Das Fehlen der vorgeschlagenen Ergänzung stellte bereits im Investmentgesetz eine unbeabsichtigte Lücke dar. Für die nicht ausdrückliche Einbeziehung der börslich gehandelten Derivate in den Ausnahmetatbestand gibt es weder rechtliche noch sachliche Gründe, so dass die nun erfolgende Überarbeitung der investimentrechtlichen Regelungen für diese notwendige Ergänzung genutzt werden sollte.

Die Ausnahmeregelung in § 31 Abs. 6 InvG wurde getroffen, um letztlich den Sondervermögen die Möglichkeit zu eröffnen, OTC- Derivategeschäfte unter Rahmenverträgen zu schließen, die das Netting ermöglichen und somit helfen, das Adressatenausfallrisiko zu minimieren. Gleichzeitig wurde in der Gesetzesbegründung seinerzeit betont, dass diese Formulierung darauf angelegt ist klarzustellen, dass das Payment- und Liquidationsnetting möglich sein soll (BT Drucks. 14/8601, S. 21; Drucks. 605/97, S. 105). Aus der Formulierung, dass es sich hierbei um eine Klarstellung handelt, kann geschlossen werden, dass die grundsätzliche Zulässigkeit schon vorher vorausgesetzt wurde. Auf diese Weise wollte der Gesetzgeber dem Sondervermögen die Möglichkeit einräumen OTC-Derivate abzuschließen, die unter Rahmenverträgen mit den in § 93 Absatz 6 Satz 2 KAGB-E genannten Voraussetzungen geschlossen wurden. Das gleiche Bedürfnis besteht indes auch im Hinblick auf börslich gehandelte Derivate. Eine unterschiedliche Behandlung dieser Geschäfte ist weder rechtlich noch sachlich gerechtfertigt. Deshalb ist es zum Zwecke des Anlegerschutzes, der Rechtssicherheit und Rechtsklarheit erforderlich, eine Anpassung vorzunehmen.

I) Übergangsvorschriften

Der Regierungsentwurf sieht ein aufwändiges und unübersichtliches System von Übergangsfristen und Ausnahmenvorschriften vor. Dabei bleiben viele Unsicherheiten bestehen, die letztlich die Anleger der Fonds zu tragen haben. Daher sind gesetzliche Klarstellungen oder Klarstellungen im Verordnungsweg unerlässlich.

I. Übergangsvorschriften für AIF

• Ausländische AIF – Frage des Vertriebs in Deutschland

Unserem Verständnis nach kommt eine Anwendung des KAGB nur in Betracht, wenn nach dem 21. Juli 2013 überhaupt noch ein Vertrieb in Deutschland erfolgt. Um Anlegern, die in Altfonds investiert haben, weiterhin zu ermöglichen, ihre Anteile über ein Wertpapierdienstleistungsun-

ternehmen zurückzugeben oder anderweitig zu veräußern, sollte daher klargestellt werden, dass ein Handeln im Auftrag eines Anlegers kein Vertrieb im Sinne des KAGB darstellt. Wir empfehlen daher, § 293 KAGB-E entsprechend anzupassen und die Gesetzesbegründung zu ändern.

- **Ausländische offene AIF – Frage der Übergangsvorschrift**

Auf ausländische AIF, die bisher in Deutschland öffentlich oder unter einer Ausnahme nach dem InvG vertrieben werden durften, findet unserem Verständnis nach § 345 Abs. 8 und 9 KAGB-E Anwendung. Nach § 345 Abs. 8 KAGB-E sind die Kapitalverwaltungsgesellschaften verpflichtet, in den Fällen, in denen sie gemäß § 139 Abs. 1 InvG (Gesetzeslage bis zum 21. Juli 2013) eine Anzeige gemacht haben und damit zum öffentlichen Vertrieb von Anteilen oder Aktien berechtigt sind, und für den Fall, dass sie beabsichtigen Anteile oder Aktien über den 21. Juli 2013 hinaus weiterhin zu vertreiben, der Bundesanstalt eine Anzeige zu übermitteln. Offen bleibt dabei jedoch, ob der Vertrieb über den 21. Juli 2013 hinaus davon abhängig sein soll, dass am 22. Juli 2013 ein Anzeigeverfahren begonnen wird. Wir geben zu bedenken, dass diese Unterscheidung sehr intransparent wäre. Für andere Kapitalmarktteilnehmer ist nicht ersichtlich, ob ein Anzeigeverfahren begonnen wurde, da es keine öffentlich zugängliche Datenbank hierzu gibt. Ebenso wenig gibt es eine wöchentlich oder gar täglich aktualisierte Liste der Fonds, die Anzeigeverfahren nach § 139 InvG durchlaufen haben. Diese Transparenz ist aber geboten, um Sicherheit und praktisch durchführbare operationelle Abläufe bei Transaktionen in Fondsanteilen zu ermöglichen. Wir empfehlen auch hier eine Klarstellung dahingehend, dass ein Vertrieb bis zum 21. Juli 2014 oder bis zum Abschluss des Anzeigeverfahrens unter den vor dem 22. Juli 2013 geltenden Regelungen zulässig ist, ohne dass es darauf ankommt, ob am 22. Juli 2013 ein Anzeigeverfahren begonnen wird. Darüber hinaus sollte es auf der Website der BaFin eine Übersicht

- aller vertriebsberechtigten Fonds,
- aller Fonds, die ein Anzeigeverfahren begonnen haben,
- aller Fonds, für die ein Anzeigeverfahren negativ beschieden wurde

geben. Diese sollte stets auf aktuellem Stand sein, damit sie für Kapitalmarktteilnehmer eine Erkenntnisquelle sein kann.

- **„Zusätzliche Anlagen“ – konsistente Verwendung**

Auf geschlossene AIF ist die Übergangsvorschrift des § 353 KAGB-E anzuwenden. Dort wird der Begriff der „zusätzlichen Anlage“ verwandt, der jedoch nicht konsistent verwendet wird. So sprechen Abs. 1 und 2 von „zusätzlichen Anlagen“, Abs. 3, 4 und 5 hingegen lediglich von „Anlagen“.

Der Begriff der „zusätzlichen Anlagen“ ist nicht weiter definiert. Auch die Gesetzesbegründung bietet hier wenig Hilfestellung. Aus unserer Sicht muss klargestellt werden, dass folgende Konstellationen nicht als Tätigen zusätzlicher Anlagen gelten sollten:

- Sanierungs-, Umbau-, Instandhaltungs- oder Renovierungsmaßnahmen,
- Investitionen zur wirtschaftlichen oder dinglichen Erfüllung (Übereignung) eines bereits vor dem 22.07.2013 abgeschlossenen schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts (Kaufvertrag/Zeichnungsvertrag/Projektentwicklung/Generalunternehmervertrag),
- Investitionen in Dachfonds und mehrstöckige Strukturen, bei denen der Dachfonds bis zum 22.07.2013 abschließend in Zielfonds investiert oder diese Zielfonds zwar bis zum

Stichtag bereits vollständig gezeichnet, aber noch nicht (vollständig) eingezahlt hat, die Zielfonds ihrerseits aber noch nach dem Stichtag Anlagen tätigen und/oder Kapitalabrufe gegenüber dem Dachfonds tätigen,

- Planmäßige Erstinvestition,
- unwesentliche Investition,
- Investitionen, die auf Entscheidung allein der Anleger/keine Diskretion der Kapitalverwaltungsgesellschaft beruhen,

- **Merkmal Zeichnungsfrist**

§ 353 KAGB-E nimmt an verschiedenen Stellen Bezug auf die Zeichnungsfrist eines Fonds. Es gibt allerdings keinen Hinweis darauf, was unter einer (abgelaufenen) Zeichnungsfrist zu verstehen ist. Da das KAGB maßgeblich an den Begriff des Vertriebs anknüpft, sollte klargestellt werden, dass es darauf ankommt, ob nach dem 21. Juli 2013 noch ein Vertrieb stattfindet. Es kann nicht darauf ankommen, ob theoretisch noch ein Vertrieb möglich wäre. Dies gilt umso mehr, als ausländische AIF auch in anderen Jurisdiktionen als Deutschland vertrieben werden und es nicht verhältnismäßig erscheint, einen ausländischen AIF in den Anwendungsbereich des § 353 Abs. 6 KAGB-E zu bringen, nur weil in Ländern außerhalb Deutschlands Zeichnungen möglich sein mögen. Wir empfehlen daher, den Wortlaut von § 353 Abs. 4 bis 6 KAGB entsprechend dieser Ausführungen anzupassen.

- **Frage der Anwendbarkeit der KAGB-E Normen bei Verwaltung verschiedener AIF durch eine KVG**

§ 353 KAGB-E ist missverständlich formuliert. Er könnte dahingehend verstanden werden, dass für eine Kapitalverwaltungsgesellschaft, die verschiedene Fonds verwaltet, die Verwaltung eines Fonds, der zusätzliche Anlagen nach dem 21. Juli 2013 tätigt, dazu führt, dass alle von einer Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Fonds vom KAGB erfasst werden. Dies ist ausweislich der Gesetzesbegründung zu § 353 Abs. 1 KAGB-E (S. 558) nicht der Fall. Zwar unterfällt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst vollständig dem KAGB-E wenn sie auch nur einen AIF verwaltet der zusätzliche Anlagen i.S.d. Norm tätigt, für die von ihr verwalteten geschlossenen AIF, die nach dem 21. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen, gelten jedoch die fondsbezogenen Vorschriften des KAGB-E, die sich nicht zwingend aus der Richtlinie 2011/61/EU ergeben, nicht. § 353 KAGB-E ist dahingehend zu konkretisieren, dass die KAGB-Pflicht nur die Kapitalverwaltungsgesellschaft und die Fonds betrifft, die zum Stichtag noch alle Mittel eingeworben haben, nicht aber andere durch dieselbe Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltete Bestandfonds betrifft. Insoweit sollte zur Klarstellung das Wort „Sofern“ zu Beginn des § 353 Abs. 1 KAGB durch das Wort „Soweit“ ersetzt werden.

- **Ungereimtheiten bei den Rechtsfolgen nach § 353 Abs. 6 KAGB-E**

§ 353 Abs. 6 verweist auf § 351 Abs. 1 bis 4.

§ 351 Abs. 1 spricht von einer Änderung von Anlagebedingungen. Für geschlossene Bestandfonds gibt es vor dem Stichtag jedoch keine Anlagebedingungen, die geändert werden können.

Unklar ist, ob der Zeitpunkt der Genehmigung der Anlagebedingungen oder der Stichtag des 22. Juli 2014 entscheidend für die analoge Anwendung des § 351 Abs. 1 Satz 5 KAGB-E sein soll.

Ebenfalls nicht hinreichend aufeinander abgestimmt scheinen §§ 353 Abs. 6, 351 Abs. 1 bis 4 und § 353 Abs. 8 KAGB-E: Nach § 353 Abs. 8 KAGB-E sind die Vorschriften zur Vertriebsanzeige nicht anzuwenden, wenn ein Fonds Gegenstand eines öffentlichen Angebotes anhand eines Prospekts ist, der vor dem 22. Juli 2013 im Einklang mit dem geltenden Prospektrecht erstellt und veröffentlicht wurde, solange der Prospekt Gültigkeit hat. Damit dürfte eine Vertriebsanzeige bei Fonds, die über einen Prospekt nach dem VermAnlG verfügen, gar nicht erforderlich sein. Eine gesetzliche Klarstellung der vorstehenden Zweifelsfragen ist wünschenswert.

II. Übergangsvorschriften für Verwahrstellen

Das KAGB-E sieht bisher keine Übergangsvorschriften für Verwahrstellen vor. Dies führt zu dem schwer nachvollziehbaren Ergebnis, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften für die Umsetzung der neuen Vorgaben eine Übergangsfrist von bis zu zwölf Monaten nach Inkrafttreten des KAGB haben, während Verwahrstellen die neuen Anforderungen derzeit ohne Übergangsfrist bis zum 22. Juli 2013 umsetzen müssen. Dementsprechend sollte das KAGB für Verwahrstellen eine Übergangsfrist bis zum Abschluss eines Verwahrstellenvertrages i.S.d. KAGB, längstens aber bis zum 22. Juli 2014, vorsehen, damit die Kapitalverwaltungsgesellschaften und die Verwahrstellen Zeit haben, das Vertragsverhältnis auf das KAGB anzupassen.
