



## Wortprotokoll der 66. Sitzung

### Finanzausschuss

Berlin, den 11. Januar 2016, 12:15 Uhr  
Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus,  
Adele-Schreiber-Krieger-Straße 1/  
Schiffbauerdamm, Anhörungssaal 3.101

Vorsitz: Ingrid Arndt-Brauer, MdB

## Öffentliche Anhörung

### Tagesordnungspunkt

Seite 10

Gesetzentwurf der Bundesregierung

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der  
Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen  
Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur  
Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur  
Koordinierung der Rechts- und  
Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte  
Organismen für gemeinsame Anlagen in  
Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die  
Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik  
und Sanktionen**

**BT-Drucksache 18/6744**

#### Federführend:

Finanzausschuss

#### Mitberatend:

Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

#### Gutachtlich:

Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung



---

**Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)**  
**Montag, 11. Januar 2016, 12:15 Uhr**

---

**Anwesenheitsliste**

gemäß § 14 Abs. 1 des Abgeordnetengesetzes

<u>Ordentliche Mitglieder</u>	<u>Unterschrift</u>	<u>Stellvertretende Mitglieder</u>	<u>Unterschrift</u>
<b>CDU/CSU</b>		<b>CDU/CSU</b>	
Feiler, Uwe		Brackmann, Norbert	
Flosbach, Klaus-Peter		Brehmer, Heike	
Güntzler, Fritz		Brinkhaus, Ralph	
Gutting, Olav		Durz, Hansjörg	
Hauer, Matthias		Harbarth Dr., Stephan	
Horb, Margaret		Helfrich, Mark	
Karliczek, Anja		Hirte, Christian	
Koob, Markus		Hirte Dr., Heribert	
Kudla, Bettina		Kalb, Bartholomäus	
Lerchenfeld, Philipp Graf		Lenz Dr., Andreas	
Michelbach Dr. h.c., Hans		Linnemann Dr., Carsten	
Middelberg Dr., Mathias		Mattfeldt, Andreas	
Murmann Dr., Philipp		Nick Dr., Andreas	
Radwan, Alexander		Riebsamen, Lothar	
Schindler, Norbert		Selle, Johannes	
Steffel Dr., Frank		Viesehon, Thomas	
Stetten, Christian Frhr. von		Wanderwitz, Marco	
Tillmann, Antje		Whittaker, Kai	



## Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)

Montag, 11. Januar 2016, 12:15 Uhr

### Anwesenheitsliste

gemäß § 14 Abs. 1 des Abgeordnetengesetzes

Ordentliche Mitglieder	Unterschrift	Stellvertretende Mitglieder	Unterschrift
<b>SPD</b>		<b>SPD</b>	
Arndt-Brauer, Ingrid		Hartmann, Sebastian	
Binding (Heidelberg), Lothar		Jantz, Christina	
Daldrup, Bernhard		Krüger Dr., Hans-Ulrich	
Hakverdi, Metin		Lauterbach Dr., Karl	
Junge, Frank		Mindrup, Klaus	
Kiziltepe, Cansel		Poß, Joachim	
Petry, Christian		Post, Florian	
Ryglewski, Sarah	S	Sawade, Annette	
Schwarz, Andreas		Schneider (Erfurt), Carsten	
Zimmermann Dr., Jens		Vöpel, Dirk	
Zöllmer, Manfred		Ziegler, Dagmar	
<b>DIE LINKE.</b>		<b>DIE LINKE.</b>	
Claus, Roland		Lay, Caren	
Karawanskij, Susanna		Schlecht, Michael	
Pitterle, Richard		Wagenknecht Dr., Sahra	
Troost Dr., Axel		Zebel, Hubertus	
<b>BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN</b>		<b>BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN</b>	
Gambke Dr., Thomas		Andreas, Kerstin	
Haßelmann, Britta		Dröge, Katharina	
Paus, Lisa		Hajduk, Anja	
Schick Dr., Gerhard		Kindler, Sven-Christian	



---

**Unterschriftsliste**  
**Fraktionsmitarbeiter**

---

11.01.2016 12<sup>15</sup>

<u>Name</u>	<u>Fraktion</u>	<u>Unterschrift</u>
Stephan Rochow	CDU/CSU	.....
Christian Schmetz	CDU/CSU	 .....
Udo Weber	CDU/CSU	.....
Silvia Marenow	CDU/CSU	 .....
Susanne Kroll	SPD	.....
Gerald Steininger	SPD	.....
Dirk Klimach	SPD	 .....
Karsten Peters	DIE LINKE.	 .....
Christoph Sauer	DIE LINKE.	.....
Klaus Seipp	BÜNDNIS 90/ DIE GRÜNEN	.....
Stefan Mai	BÜNDNIS 90/ DIE GRÜNEN	 .....



**Ministerium bzw.  
Dienststelle**  
(bitte in Druckschrift)

**Name** (bitte in Druckschrift)

**Unterschrift**

**Amts-  
bezeichnung**

BMF

Voigt

ORR

BMF

Hoch

ORR

BfF

Dr. Pötter

170g



### Bundesrat

Land	Name (bitte in Druckschrift)	Unterschrift	Amtsbezeichnung
Baden-Württemberg	Gan	Falkhoff	KR
Bayern	Heizl	J. Heizl	Ordn
Berlin			
Brandenburg			
Bremen			
Hamburg			
Hessen			
Mecklenburg-Vorpommern			
Niedersachsen			
Nordrhein-Westfalen			
Rheinland-Pfalz	Landwehr	D.L.	LR
Saarland			
Sachsen			
Sachsen-Anhalt	Liedtke	Liedtke	MR
Schleswig-Holstein			
Thüringen			



---

**Unterschriftsliste der Teilnehmer des mitberatenden Ausschusses**

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung  
„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU  
(OGAW-V-Umsetzungsgesetz)“ - BT-Drucksache 18/6744 -

Montag, 11. Januar 2016 (12.15 bis 14.15 Uhr)

---

**Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....



---

### Unterschriftsliste der Sachverständigen

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung  
„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU  
(OGAW-V-Umsetzungsgesetz)“ - BT-Drucksache 18/6744 -

Montag, 11. Januar 2016 (12.15 bis 14.15 Uhr)

---

#### Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Thomas Neumann

Christian Bock

Jaga Gänßler

  
.....  
  
.....

#### Bundesverband Alternative Investments e. V.



Frank Dornseifer

  
.....

#### Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.

Christian Schatz

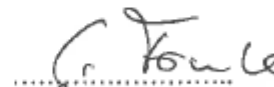
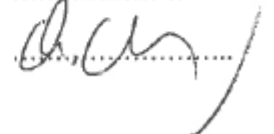
Ulrike Hinrichs

  
.....  
  
.....

#### Bundesverband Investment und Asset Management e. V.

Christa Franke


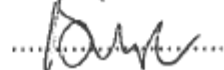
Marcus Mecklenburg

  
.....  
  
.....

#### Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V.

Frederik Voigt

Dr. Ulrike Busse

  
.....  
  
.....

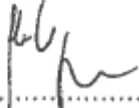
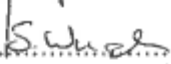




**Deutsche Bundesbank**

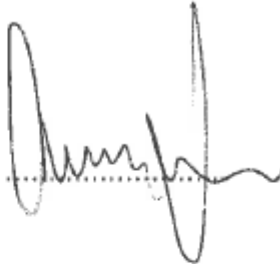
Uwe Nebgen

Stephanie Wurch

  
.....  


**Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.**

Marc Tüngler



**Die Deutsche Kreditwirtschaft**

Dr. Birgit Seydel (DSGV)

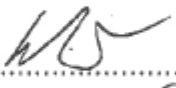

Herbert Jütten (BdB)

  
.....  


**Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.**

Dr. Klaus Wiener



Sandra Blösser

  
.....  


**Heimrich, André**  
(aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung)



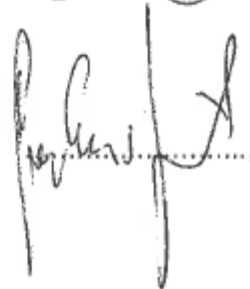
**Mattil, Peter** (Mattil & Kollegen)

  
.....  


**Rotter, Klaus** (Rotter Rechtsanwälte)

**Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.**

Markus Kienle





### Tagesordnungspunkt

Gesetzentwurf der Bundesregierung

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen**

**BT-Drucksache 18/6744**

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer:** Ich begrüße alle zu unserer 66. Sitzung des Finanzausschusses. Ich wünsche auch denen, die zur zweiten Anhörung an diesem Tag neu dazugekommen sind, ein gutes neues Jahr. Besonders begrüße ich die Experten, die dem Finanzausschuss heute ihren Sachverstand für die Beratung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU“ auf BT-Drucksache 18/6744 oder kurz gesagt „OGAW-V-Umsetzungsgesetz“ zur Verfügung stellen.

Für die Kolleginnen und Kollegen und mich ist es heute schon die zweite Anhörung. Deswegen sind wir schon ein bisschen routinierter. Ich darf aber trotzdem noch einmal den ganzen Sachverhalt für die Vortragenden, die hier neu dazugekommen sind. Soweit Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab ihre schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Die Stellungnahmen finden sich auch im Internetauftritt des Finanzausschusses wieder und werden Bestandteil des Protokolls zur heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und soweit anwesend, auch die des mitberatenden Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz. Ich darf für das Bundesministerium der Finanzen Herrn Unterabteilungsleiter Dr. Pötzsch sowie weitere Mitarbeiter begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder und soweit anwesend auch die Vertreter der Bild-, Ton- und Printmedien.

Nicht zuletzt darf ich noch die auf der Tribüne Platz genommenen Gäste begrüßen. Ich hoffe, dass wir alle zusammen eine interessante Anhörung haben werden.

Der heutigen Anhörung liegt der eingangs bereits erwähnte Gesetzentwurf zugrunde. Durch ihn wird insbesondere die Änderung der Richtlinie 2009/65/EG umgesetzt. Darüber hinaus werden weitere punktuelle Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs und des Kreditwesengesetzes vorgenommen sowie das Kapitalanlagegesetzbuch an neue europarechtliche Vorgaben im Bereich des Investmentwesens angepasst.

Für diese Anhörung ist ein Zeitraum von zwei Stunden, also bis circa 14.15 Uhr, vorgesehen. Nach unserem bewährten Verfahren sind höchstens zwei Fragen an einen Sachverständigen bzw. jeweils eine Frage an zwei Sachverständige zu stellen. Ziel ist es dabei, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Gelegenheit zur Fragestellung und Ihnen als Sachverständigen zur Antwort zu geben. Ich darf deshalb alle ganz herzlich um kurze Fragen und knappe Antworten bitten.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn Ihrer Frage die Sachverständige oder den Sachverständigen zu nennen, an den sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden. Die Fraktionen werden gebeten, ihre Fragesteller, auch die des mitberatenden Ausschusses, im Vorhinein über die Obfrau oder den Obmann des Finanzausschusses bei mir anzumelden.

Zum Schluss sei mir noch der Hinweis erlaubt, dass die Anhörung live im Parlamentsfernsehen auf Kanal 1 übertragen wird und zeitversetzt sogar noch zweimal, und zwar morgen um 11.30 Uhr und Freitag um 18.00 Uhr jeweils auf Kanal 1. Verfolgt werden kann die Übertragung auf [www.bundestag.de](http://www.bundestag.de), über die App „Deutscher Bundestag“ auf Smartphones und Tablets und im Smart-TV. Ihre Angehörigen zu Hause und ihre Mitarbeiter können zuschauen, wir sind vielfältig medial vertreten.



Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt.

Wir beginnen mit der Anhörung. Erste Fragestellerin für die Fraktion der CDU/CSU ist Frau Abg. Tillmann.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Danke schön, Frau Vorsitzende. Ich darf dieser Runde auch noch ein gutes neues Jahr wünschen. Das werden wir heute noch ein paar Mal hören, aber ich glaube, das Jahr ist es auch wert, dass wir uns diese guten Wünsche wechselseitig mit auf den Weg geben. Wir sind verpflichtet, bis zum 18. März 2016 die sogenannte OGAW-V-Richtlinie umzusetzen, was für eine Anhörung meist nicht so spannend ist, wenn man eine Eins-zu-eins-Umsetzung machen würde. Leider hat die Europäische Kommission die notwendigen konkretisierenden Rechtsakte aber noch nicht erlassen. Daher würde ich von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und dem Bundesverband Investment und Asset Management gerne eine allgemeine Einschätzung des Gesetzentwurfs hören, insbesondere auch im Hinblick darauf, ob wir aufgrund der fehlenden Rechtsakte noch Änderungen am Gesetzentwurf durchführen sollten.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Für die BaFin Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Auch von meiner Seite noch gute Neujahrswünsche und vielen Dank für die Einladung. Bezüglich Ihrer Frage: Ganz allgemein begrüßt die BaFin die OGAW-V-Umsetzung. Insbesondere halten wir es für positiv, dass bestimmte OGAW-V-Vorgaben auch auf Publikums-AIF (Alternative Investment Funds) übertragen werden. Es war auch die Intention der AIF-Richtlinie, dass AIF auch Publikumsfonds sein können, wenn für den Anlegerschutz besondere

Vorschriften übertragen werden. Das hat der Entwurf mittels der Vorgaben der OGAW-V-Richtlinie auch nachvollzogen.

Zu Ihrer besonderen Frage, nämlich zu den Level-2-Rechtsakten, sehen wir zurzeit keinen Anpassungsbedarf. Es wird eine Level-2-EU-Verordnung geben. Diese wird unmittelbar Geltung entfalten, sodass dann, wenn diese Level-2-EU-Verordnung in Kraft getreten ist, zur redaktionellen Komplettierung eine Änderung – nämlich ein Verweis auf die Level-2-Verordnung – vollzogen werden kann. Deshalb würden wir im Augenblick keinen Änderungsbedarf wegen der fehlenden Level-2-Verordnung sehen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Für den BVI Herr Mecklenburg, bitte.

Sv **Marcus Mecklenburg** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, für das Wort. Vielen Dank, Frau Abg. Tillmann, für die Frage. Die OGAW-Richtlinie ist seit mittlerweile über 25 Jahren die Blaupause für die deutsche Fondsgesetzgebung. Das hat sich in dieser Form auch sehr bewährt. Wir haben einen zunehmend funktionierenden Binnenmarkt in der EU, wir haben den Abbau von Wettbewerbsunterschieden innerhalb der EU auf Grundlage dieser Richtlinie. Insofern ist das Konzept der Richtlinie aus unserer Sicht sehr zu begrüßen.

Wir freuen uns über die Aktualisierung der Richtlinie – mittlerweile unter der Nummer V –, um deren Umsetzung es heute geht. Diese Novellierung steht unter dem Stichwort „Erhöhung des Anlegerschutzes“. Es geht um die drei Themenkomplexe „Verwahrstellenregulierung, Mitarbeitervergütung und Sanktionen“. Wir sind jetzt in der Situation, dass diese drei Elemente teilweise in der deutschen Gesetzgebung schon vorweggenommen wurden, weil im Zuge der Umsetzung der Parallelrichtlinie – AIFM (Alternative Investment Fund Managers) – vor drei Jahren in vielen Punkten in der deutschen Gesetzgebung schon vergleichbare Standards gesetzt worden sind. Dies geschah auch für OGAW. Insofern sind wir in der glücklichen Situation, dass die Umsetzung einen überschaubaren Aufwand bedingt. Dieser Umsetzungsmechanismus ist in



dem Entwurf der Bundesregierung aus unserer Sicht tadellos vollzogen worden.

Daneben gibt es noch andere Aspekte in dem Entwurf, die jetzt nicht dem europäischen Recht geschuldet sind. Dazu gehören einige Punkte, die wir sehr begrüßen, nämlich die Kreditvergabe durch geschlossene Fonds, die Eliminierung effektiver Stücke auf Grundlage der FATCA-Vorgaben, der Erwerb von Spezialfondsanteilen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge und die Verschmelzung von Spezialsondervermögen auf Investmentkommanditgesellschaften. Diese Kür gegenüber der Pflichtumsetzung ist aus unserer Sicht ebenfalls gut gelungen.

Es gibt aber ein paar Punkte, wo wir skeptischer sind. Wir werden wahrscheinlich im Laufe der Anhörung noch die Gelegenheit haben, darauf eingehen zu können. Grundsätzlich begrüßen wir den Entwurf in seiner Gesamtheit.

Zu Ihrer Sonderfrage hinsichtlich der Level-2-Rechtsakte: Dort teile ich die Einschätzung der BaFin. Wir haben die Verzögerung innerhalb der EU. Das ist mittlerweile leider eher die Regel als die Ausnahme. Das haben wir bei der EU-Gesetzgebung festgestellt. So ist das auch hier. Natürlich ist es ungünstig, dass wir hier wesentliche Konkretisierungsmaßnahmen noch nicht haben. Allerdings handelt es sich bei diesen ausstehenden Regelungen, zu denen die EU-Kommission im Dezember noch einen Entwurf vorgelegt hat, um abstrakte oder getrennt behandelbare Themenkomplexe: Auf der einen Seite die Frage der Unabhängigkeit zwischen Verwahrstelle und Fondsgesellschaft und auf der anderen Seite insolvenzrechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit Unterverwahrung. Insofern behindert das unseren Gesetzgebungsprozess aus unserer Sicht nicht. Ich kann nicht ausschließen, dass punktuell noch redaktionelle Anpassungen erforderlich sein werden, aber materiell sehen wir hier keine Konfliktsituation. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD ist Herr Abg. Petry.

Abg. **Christian Petry** (SPD): Frau Vorsitzende, vielen Dank. Von meiner Seite auch ein gutes

neues Jahr. Ich hoffe, dass es auch wirklich gut wird. Der Startschuss lässt jedoch ein paar Befürchtungen offen. Zum Finanzmarkt: Mein Eindruck war, dass in den vorberatenden Gesprächen schon sehr viel Einigung erzielt werden konnte und dass große Konfliktfelder jetzt nicht mehr zu erwarten sind. Es gibt aber noch Detailfragen und Detailanregungen, die letztlich im Verfahren zu klären sind.

Ich möchte in der ersten Runde zunächst auf die Kritik des BVK eingehen, dass die Umsetzung mit einer Verschärfung von Verhaltensregelungen bei Gesellschafterdarlehen einhergeht, die bisher keiner speziellen Regelung zu den Portfolioverwaltungen und Risikomanagementprozessen unterlagen. Damit wäre ein erheblicher Mehraufwand zu erwarten. Die erste Frage hierzu an den Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: Was bedeutet die Änderung der Anforderungen bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch den AIF für die Darlehensvergabe in der Praxis? Ist das tatsächlich so kompliziert gestaltet, dass Sie dort einen so erheblichen Mehraufwand sehen?

Insgesamt sollen durch diese Erweiterung der Möglichkeiten auch Venture-Capital-Bereiche eröffnet werden, die dann außerhalb des klassischen Bankensektors zur Anwendung kommen und dort neben den bereits vorhandenen Instrumentarien Bewegung hineinbringen sollen. So wird dies auch in der Kapitalmarktunion angesprochen und erweitert. Deshalb geht die Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft: Wie beurteilen Sie die nun zu vollziehenden verbindlichen Regelungen der Vergabe von Darlehen durch Fonds? Sehen Sie dort eine Konkurrenz, die Sie vielleicht nicht so gerne sehen würden oder sehen Sie dort ein Miteinander, eine Win-win-Situation? Wie schätzen Sie dies ein?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Schatz, bitte.

Sv **Christian Schatz** (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.): Vielen Dank auch, dass wir zu dieser sehr wichtigen Anhörung geladen wurden. Ich möchte mich auch noch einmal für Ihre Frage bedanken, denn sie fokussiert aus unserer Sicht den Blick auf den



wirklich wichtigen Punkt in diesem Gesetzgebungsverfahren. Unsere Mitglieder vergeben Kapital an innovative, junge Unternehmen, an gewachsene Mittelständler. Dort werden bisher Strukturen eingesetzt, die ganz typisch für die Unternehmensfinanzierung sind. Dort wird nichts Besonderes gemacht, dort werden nicht irgendwelche abweichenden Finanzierungsinstrumente eingesetzt, sondern es findet eine ganz klassische Unternehmensfinanzierung statt. Dazu führen wir einen Anlageentscheidungsprozess durch. Die Unternehmen werden analysiert, es wird die Finanzierung entsprechend aufgestellt und organisiert und dann – je nach den gegebenen Besonderheiten – entweder als Eigenkapital oder als Mischung von Eigen- und Fremdkapital in Form von Gesellschafterdarlehen an die Unternehmen gegeben. Ich möchte damit Folgendes sagen: Wir haben hier einen sehr homogenen, sehr strukturierten Entscheidungsprozess, der schon immer so gehandhabt wurde. Dort gibt es keine Besonderheiten und keine Neuerungen. Es hat sich auch durch die Finanzkrise nichts geändert.

Wo liegen jetzt die organisatorischen Mehranforderungen? Wenn man sich die beiden Regulierungsmodule im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) anschaut, dann haben wir dort die Vollerlaubnis. Damit haben wir schon einen ganzen Bund von gesetzlich geregelten Verhaltenspflichten, die einzuhalten sind. Der Gesetzgeber hat auch schon an einer Stelle vorgesehen, dass man bei Gesellschafterdarlehen Ausnahmen machen kann. Für uns stellt sich dort die Frage, warum man dort nicht einfach weitergehen kann. Besonders virulent wird das Thema natürlich bei § 2 Absatz 4 KAGB. Denn ein Großteil unserer Mitglieder sind nach § 2 Absatz 4 KAGB registriert. Dort hat man sich bewusst dafür entschieden, ein vereinfachtes Regulierungsmodul anzubieten. Deutschland hat das schon strenger umgesetzt, als die Richtlinie das vorgegeben hat. Dennoch ist es ein vereinfachtes Regulierungsmodul. Hier würden dann über die jetzt vorgeschlagenen Änderungen eine Vielzahl von Verhaltenspflichten eingeführt werden, die bisher zwar nicht gesetzlich gelten, aber natürlich beachtet werden.

Wo liegt jetzt hier der Mehraufwand? Das war Ihre Frage. Der Mehraufwand liegt darin, dass wir gesonderte Prozesse für wirtschaftlich genau das

gleiche darstellen müssen. Wir investieren in ein Unternehmen – nur in zwei unterschiedlichen Formen. Dort ist eine praktische Schwierigkeit vorhanden. Wie will man diese beiden Prozesse überhaupt voneinander unterscheiden? Wie will man dort zum Beispiel unterschiedliche Risikomanagementprozesse aufstellen? Es ist viel sinnvoller, es bei einem einheitlichen Risikomanagementprozess zu belassen.

Zum Liquiditätsmanagement: Wir haben nahezu ausschließlich geschlossene Spezial-AIF. Wir haben nicht die in der Begründung auch angesprochenen Gesichtspunkte, wie Fristentransformation oder Bank Run. Wir haben Eigenkapitalquoten in den Fonds, die wir uns bei allen Banken in Deutschland wünschen würden. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Jütten, bitte.

Sv **Herbert Jütten** (Die Deutsche Kreditwirtschaft (BdB)): Vielen Dank für die Frage. Es wird Sie nicht wundern, dass wir dieses Thema der Vergleichbarkeit von diesen beiden Welten – also der Kreditfinanzierung durch die Kreditwirtschaft und diesen neuen Möglichkeiten, die eröffnet werden – durchaus sehr aufmerksam beobachtet haben. Wir verstehen den Harmonisierungsansatz in Europa. Jedoch haben wir in unseren Stellungnahmen deutlich gemacht, dass wir auch in Deutschland bezüglich der Ausgestaltung und Handhabung dieser Kreditformen darauf achten müssen, dass wir ein vergleichbares Level Playing Field zu den Bankenkrediten behalten. Das ist auch eine Frage der Ausgestaltung der Aufsichtsanforderungen. Insofern sollten wir hier zwischen diesen beiden Welten nicht ein zusätzliches Gefälle innerhalb Deutschlands bekommen. Das muss austariert werden. Das ist unser Anliegen. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist Herr Abg. Radwan.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Ich wollte noch einmal nachhaken: Wir haben in der Koalitionsvereinbarung das Ziel, dass europäische Richtlinien eins-zu-eins umgesetzt werden und dass kein zusätzlicher Aufwand durch eine nationale Umsetzung entstehen soll. Darum würde





mich interessieren, ob es aus Ihrer Sicht weitere Punkte gibt, die über die Richtlinie hinausgehen? Die Frage richtet sich an die BaFin. Inwieweit ist, wenn der Gesetzentwurf über die europäische Richtlinie hinausgeht, das aus Ihrer Sicht geboten?

Darüber hinaus hätte ich eine Anmerkung zu der Antwort auf die Frage von Kollegin Tillmann. Ich habe die Antworten jetzt sehr formell verstanden. Geht man also allgemein davon aus, dass man bei der weiteren Level-2-Gesetzgebung keinerlei Probleme sieht?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Danke, Frau Vorsitzende. Aus unserer Sicht besteht die Notwendigkeit, dass über die OGAW-V-Umsetzung hinausgegangen wird und zwar in den schon erwähnten Punkten, wo es um die Übertragung von Vorschriften für Publikums-AIF geht. Der AIF ist nach der AIFM-Richtlinie eigentlich ein Fonds, der für institutionelle Anleger vorgesehen ist. Wenn man ihn als Publikums-Fonds ausgestaltet, dann bedarf es bestimmter Anlegerschutzregelungen. Diese Anlegerschutzregelungen werden jetzt mit diesem Entwurf hier eingeführt. Beispiele sind Vorschriften über die Unabhängigkeit des Aufsichtsrates der externen Kapitalverwaltungsgesellschaft oder aber der Ausschluss der vertraglichen Haftungsbefreiung der Verwahrstelle im Falle der Unterverwahrung. Das ist ein Fall, den wir auch in der OGAW-Richtlinie für die OGAW geregelt haben. Deshalb sehen wir die Notwendigkeit, hier etwas mehr als die Eins-zu-Eins-Umsetzung vorzunehmen.

Wenn Sie mir gestatten, Frau Vorsitzende, möchte ich noch eine Präzisierung zur ersten Frage anbringen. Ich hatte gesagt, dass wegen der fehlenden Level-2-Maßnahmen keine Änderungen notwendig sind. Damit war gemeint, dass keine materiellen Änderungen, sondern nur formelle, redaktionelle Änderungen notwendig sind. Der vorliegende Entwurf verweist jetzt schon an einigen Stellen auf Level-2-Rechtsakte, die noch nicht vorhanden sind. Diese müssen natürlich zurückgenommen werden. Aber das ist nur eine formelle und keine materielle Änderung. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächste Fragestellerin für die Fraktion DIE LINKE. ist Frau Abg. Karawanskij.

Abg. **Susanna Karawanskij** (DIE LINKE.): Vielen Dank. Meine beiden Fragen richten sich an Herrn Mattil. Der Gesetzentwurf enthält viele Neuerungen für eine Kreditvergabe, insbesondere bei den alternativen Investmentfonds. Mich würde interessieren, wie Sie die Änderungen vor allem bei den Publikums-Fonds einschätzen. Wie beurteilen Sie insgesamt die Möglichkeit der Darlehensvergabe bei den Publikums-Fonds, zu denen auch die ELTIFs (European Long-Term Investment Fund) gehören.

Dann würde mich noch Folgendes interessieren: Es gibt außerdem Änderungen in den §§ 261 bis 263 KAGB. Dort geht es vor allem um die Bemessungsgrundlage dieser Publikums-Fonds hinsichtlich Risikomischung, Kreditaufnahme oder auch Anlagegrenzen. Bezugspunkt sollen nicht mehr die Verkehrswerte der Vermögensgegenstände sein, sondern das eingebrachte Kapital sowie auch das noch nicht eingeforderte, allerdings zugesagte Kapital. Bezüglich dieser Änderungen würde mich Ihre Einschätzung interessieren. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Mattil & Kollegen): Vielen Dank für Ihre Frage. Grundsätzlich ist es so, dass die AIFM-Richtlinie davon ausging, dass geschlossene Fonds für Kleinanleger nicht unbedingt geeignet sind – und wenn, dann nur mit besonderen Schutzvorschriften. Sie dürfen trotzdem Unternehmensbeteiligungen und vieles andere kaufen. Jetzt sollen sie auch noch Darlehen vergeben dürfen. Das sehe ich sehr kritisch. Man muss sehen, wenn ein geschlossener Fonds, also ein AIF, an Unternehmen beteiligt ist und sich das vielleicht als Fehlinvestment erweist, dann könnte er auf diesem Wege versuchen, finanzielle Löcher zu stopfen und Unternehmen künstlich am Leben zu erhalten, um dieses Fehlinvestment zu vertuschen.

Zudem legt der Gesetzentwurf keine strengen Maßstäbe an. Es findet keine Bonitätsprüfung statt, es müssen keine Sicherheiten gewährt werden. Daher bin ich schon skeptisch, wie man dann mit



dem Geld der Kleinanleger umgehen wird. Denn Darlehen gehören zum klassischen Bankgeschäft. Wo ist die Erfahrung, wo ist die Kompetenz nach dem KWG für die entsprechenden Verwalter? Risikomanagement, Kontrollsysteme sind nach dem Gesetzentwurf – also §§ 29, 30 KAGB – nicht anwendbar.

Ich kenne Fälle aus der Praxis. Hierzu möchte ich auf die Seite 3 meiner Stellungnahme verweisen. Dort habe ich Beispiele genannt, wie solche Arten von Kreditfonds mit dem Geld der Kleinanleger umgegangen sind, und dieses Geld nie wieder zurückkam. Man muss dort wirklich vorsichtig sein. Darlehen sind keine Investments, weil es keine Gegenleistungen gibt. Meiner Meinung nach sind sie für Publikums-Fonds ungeeignet. Ferner muss man auch berücksichtigen, dass die OGAW aus gutem Grund keine Darlehen vergeben dürfen. Warum sollen das Publikums-Fonds dürfen, in denen das Geld von Kleinanlegern ist?

Dann haben Sie noch die ELTIF angesprochen. Auch hierbei sind Publikums-Fonds für Kleinanleger erlaubt. Diese werden grenzüberschreitend arbeiten können und dürfen. Sie haben sehr breite Anlagemöglichkeiten, etwa Beteiligungen, Schuldtitel, Darlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte – all diese Dinge, die wir eigentlich aus dem grauen Kapitalmarkt kennen. Dort werden wir dieselben Probleme haben. Man wird großzügig Kredite an Zielunternehmen verteilen, die vielleicht nicht so gut laufen, ohne bankenmäßige Prüfung, ohne Sicherheiten. Dort bin ich sehr skeptisch.

Zu den ELTIF möchte ich noch die Besonderheit erwähnen, dass es europaweit tätige Fonds sein werden, die in einem Staat zugelassen und dann in jedem Staat angeboten werden dürfen – und zwar ohne erneute Zulassung und in einer Sprache. Das heißt, es wird Fonds für Kleinanleger geben, die mit englischsprachigen Prospekten – ich habe sogar schon französischsprachige Prospekte gesehen – hier vertrieben werden. Wenn der Anleger einen Verlust erleidet, muss er dann den Prospekt auf seine Kosten übersetzen lassen und vielleicht auch noch nach ausländischem Recht klagen. Das kann man bei professionellen Anlegern machen, aber nicht bei Kleinanlegern. Deswegen würde ich dringend empfehlen, § 310 Absatz 2 KAGB

dahingehend zu ändern, dass der Emittent selbstverständlich den Prospekt in die Sprache des Ziellandes übersetzen muss. Er muss dabei nur die Kurzinformativblätter übersetzen, nicht aber den Prospekt. Das geht einfach nicht. Ein Kleinanleger kann nicht einen englisch- oder französischsprachigen Prospekt nehmen und nach französischem Recht klagen. Ich nenne das „jeden Rechtsstreit im Keim ersticken“. Ich meine, dass das dringend noch einmal überdacht werden muss.

Die zweite Frage war zu den Bemessungsgrundlagen in den §§ 261 bis 263 KAGB. Das betrifft auch die Publikums-Fonds für Kleinanleger. Dort geht es um Anlagegrenzen, Risikomischung und Kreditaufnahme. Wir hatten bisher Beschränkungen von 60 Prozent des Verkehrswertes. Das finde ich auch schon viel. Damit gibt es aber immerhin eine Ankoppelung an den Verkehrswert von Vermögenswerten, die sich in einem solchen Fonds befinden. Jetzt soll das geändert werden, so dass man 150 Prozent bezogen auf das zugesagte Kapital als Kredit aufnehmen darf. Stellen Sie sich vor, Sie haben einen 100 Millionen Euro-Fonds, von denen 20 Millionen Euro einbezahlt sind. Dann würden Sie einen Kredit von 150 Millionen Euro aufnehmen können. Ich habe oft erlebt, dass zugesagtes Kapital nicht einbezahlt worden ist, weil die Leute sich das anders überlegen, zurücktreten, widerrufen etc. Ich finde es daher nicht vertretbar, statt des Verkehrswerts das zugesagte Kapital als Bezugswert zu nehmen.

In der Praxis hat die Kreditaufnahme generell bei geschlossenen Kleinanlegerfonds immer zu großen Problemen mit den Banken geführt, die dann irgendwann Nachsicherheiten fordern, Kredite kündigen. Auf diese Weise geraten diese Fonds natürlich auch schnell in die Insolvenz. Ich bin generell skeptisch was die Kreditaufnahme von Publikums-Fonds betrifft. Aber diese Befreiung geht meiner Meinung nach viel zu weit. Insofern sollte man bei der bisherigen Regelung bleiben, wenn man überhaupt die Kreditaufnahme erlaubt. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank.  
Nächster Fragesteller für die Fraktion  
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist Herr Abg. Dr.  
Gambke.



Abg. **Dr. Thomas Gambke** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Vielen Dank. Auch ich wünsche ein gutes neues Jahr. Meine beiden Fragen gehen in der ersten Runde an die Deutsche Bundesbank. Die Deutsche Bundesbank hat dem gesetzlichen Auftrag folgend die vorgesehene Regelung zur Kreditvergabe auf Risiken für die Finanzstabilität untersucht. Ich würde Sie gerne bitten, noch einmal Ihre Kritikpunkte, die Sie vorgetragen haben, in Hinblick auf die vorgesehene Regulierung bei darlehensaufkaufenden Fonds und zum Leverage bei Gesellschafterdarlehen darzulegen. Dabei würde ich Sie bitten, noch einmal darauf einzugehen, ob es sinnvoll ist, die Möglichkeiten des Leverages nur auf Nachrangdarlehen – also den risikoreichsten Kreditfonds – zu beschränken.

Meine zweite Frage ist folgende: Wie bewerten Sie als Deutsche Bundesbank die Forderung, die von Seiten des Bundesverbands Investment und Asset Management und auch vom Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft vorgetragen wurde, auch bei offenen Spezial-AIF eine Prolongation bzw. Restrukturierung durch den Fonds zuzulassen und sogar die Kreditvergabe damit zu ermöglichen? Hätte dies Nachteile? Welche Nachteile gibt es gegenüber der bisherigen Praxis, wonach die Spezial-AIF für die Kreditvergabe ein Kreditinstitut dazwischen schalten müssen? Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Nebgen für die deutsche Bundesbank.

Sv **Uwe Nebgen** (Deutsche Bundesbank): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, für die Einladung und die Gelegenheit zur Stellungnahme, der wir auch nachgekommen sind und die wir schriftlich übermittelt haben. Auch ich möchte Ihnen ein gutes neues Jahr wünschen. Vielen Dank, Herr Abg. Dr. Gambke, für die zwei Fragen.

Wir haben in der Tat zwei Kritikpunkte und ein ausdrückliches Lob an diesem Regierungsentwurf. Das ausdrückliche Lob nehme ich einmal vorweg: Das sind die neuen Berichtspflichten im Rahmen des Millionenkreditmeldeverfahrens. Das wird uns die Ausübung unseres makroprudenziellen Mandats erheblich erleichtern. Das ist sehr zielführend. Vielen Dank für diese Vorgabe.

Der erste Kritikpunkt ist die Ungleichbehandlung von darlehensvergebenden und darlehensaufkaufenden Fonds. Aus Sicht der makroprudenziellen Überwachung ist eines der spezifischen Risiken von Fondskonstruktionen, dass die Laufzeit der Anlagegüter von der Laufzeit der Investments der Investoren abweicht. Ist insbesondere die Aktivseite wenig liquide, besteht in Krisensituationen die Möglichkeit eines sogenannten „runs to the exit“ – sprich: „the first mover gets it all“ und der Rest wird sehen, was übrig bleibt. Das ist eine Run-Situation, die vermieden werden sollte. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir die Regelung, dass darlehensvergebende Fonds als geschlossene Fonds gestaltet sind. Dort stellt sich das Problem nicht.

Unserer Meinung nach können auch darlehensaufkaufende Fonds genau dieselben Risiken wie darlehensvergebende Fonds schaffen. Stellen Sie sich vor, darlehensaufkaufende Fonds können in illiquide Assets investieren. Das ist gar nicht verwerflich und geschieht derzeit recht häufig, beispielsweise in Spanien, wo non-performing Assets aufgekauft werden. Gleichwohl besteht natürlich bei diesen sehr schwer zu liquidierenden Assets die Möglichkeit, dass in Krisensituationen – gerade bei einem offenen Fonds – ein „run to the exit“ stattfindet. Vor diesem Hintergrund ist die Deutsche Bundesbank der Meinung, dass ökonomisch gleiche Risiken auch regulatorisch gleich behandelt werden sollten, sonst haben wir ein Problem mit der Regulierungsarbitrage.

Wir haben zur Kenntnis genommen, dass der Regierungsentwurf die Konstruktion darlehensaufkaufender Fonds als offene Fonds wünscht. Wir haben vor diesem Hintergrund ein dreistufiges Verfahren skizziert, wie man die Run-Risiken begrenzen kann.

Im Hinblick auf Ihre zweite Frage – betreffend die Prolongation und die Restrukturierung von Krediten – haben wir uns dies angeschaut. Aus Sicht der Finanzstabilität und der makroprudenziellen Überwachung haben wir dort keine besonderen Anmerkungen. Vielen Dank.





Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD ist Herr Abg. Zöllmer.

Abg. **Manfred Zöllmer** (SPD): Ganz herzlichen Dank, Frau Vorsitzende. Auch von meiner Seite der Wunsch an alle, ein erfolgreiches und gesundes neues Jahr. Ich möchte eine Frage stellen, die nichts mit der Darlehensvergabe zu tun hat, welche jetzt häufig Gegenstand der Fragen war. Ich möchte zu § 7 a KAGB kommen. Der Bundesverband Investment und Asset Management hat den Begriff des „BaFin-Prangers“ hier in die Debatte gebracht. Es geht darum, dass der Gesetzgeber Transparenzanforderungen auf sofort vollziehbare Maßnahmen ausdehnt, die von der BaFin verhängt werden. Der BVI hat für den Verzicht einer sofortigen Bekanntmachung von sofort vollziehbaren Maßnahmen auf der Internetseite der BaFin plädiert und das Ganze als „BaFin-Pranger“ bezeichnet. Mich würde jetzt die Stellungnahme der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger und des BVI zu diesem Vorgang interessieren. Wie ist der Vorschlag, darauf zu verzichten, aus Sicht des Verbraucherschutzes zu bewerten? Wie begründet der BVI die Forderungen, diesen „Pranger“ nicht zu etablieren?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Frau Vorsitzende, vielen Dank, für das Wort. § 7 a KAGB ist gerade für die Kapitalmarkt- und Kapitalanlegerinformation von entscheidender Bedeutung – auch dann, wenn es sich um eine sofort vollziehbare Anordnung, die noch nicht rechtskräftig ist, handelt. Allerdings muss man bedenken, dass Veränderungen bezüglich dieser Anordnungen – eben weil sie noch nicht rechtskräftig sind – und damit sich überlagernde Dauermitteilungen ebenfalls zur Verunsicherung des Kapitalmarktes führen können. Man sollte im Kern die Bekanntmachung sofort vollziehbarer Maßnahmen beibehalten, aber vielleicht darüber nachdenken, ob man es ähnlich wie bei einer Ad-hoc-Verpflichtung macht. Dann macht man nur die sofort vollziehbaren Maßnahmen bekannt, die auch sofort bekannt zu machen wären, wenn die Gesellschaft einer Ad-hoc-Verpflichtung unterfiele. Dort könnte man

möglicherweise einen gewissen Ausgleich zwischen wichtigen sofort vollziehbaren Maßnahmen und weniger wichtigen schaffen. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mecklenburg, bitte.

Sv **Marcus Mecklenburg** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, für das Wort. Wir haben aus mehreren Gründen Bedenken gegen den im Entwurf vorgesehenen Regelungsmechanismus. Zunächst erst einmal bitte ich um Entschuldigung für den „BaFin-Pranger“. Das ist eine Terminologie, die sich in der europäischen Diskussion langsam etabliert hat. Die findet jetzt ihren Weg auch auf die nationale Ebene. Ich bitte um Nachsicht.

Die OGAW-Richtlinie hat sich mit diesem Sachverhalt im Zusammenhang mit den Sanktionen auseinandergesetzt. Sie sieht einen Regelungsmechanismus vor, wonach bestimmte bestandskräftige Maßnahmen und unanfechtbare aufsichtliche Sanktionen, die gegen Fondsgesellschaften oder Fonds erhoben werden, auf der Internetseite der jeweiligen nationalen Aufsicht bekannt gemacht werden können bzw. müssen – nachdem der Adressat darüber unterrichtet worden ist. Diese Vorgabe der OGAW-Richtlinie ist in § 341 a KAGB des Regierungsentwurfes sachgerecht umgesetzt.

Daneben tritt noch eine weitere Regelung mit massiven inhaltlichen Überschneidungen in Kraft. Diese regelt denselben Sachverhalt, aber stellt diesen unter andere Vorzeichen. Denn sie soll für sofort vollziehbare Maßnahmen gelten. Das sind solche, die zwar schon durchgesetzt werden können, gegen die allerdings noch Rechtsmittel offen stehen – das heißt, wo sich im Nachhinein ergeben kann, dass es sich um eine rechtswidrige, unzulässige Maßnahme gehandelt hat. Dort sehen wir massives Gefährdungspotential, wenn solche Maßnahmen bekannt gemacht, „angeprangert“, werden – gestatten Sie mir in dem Zusammenhang diese Formulierung – und sich im Nachhinein herausstellt, dass sie gar nicht hätten erlassen werden können. Dieser regulatorische Ansatz geht über die europarechtliche Wertung hinaus. Zur Begründung wird auf das Vermögensanlagengesetz



verwiesen. Das halten wir allerdings nicht für tragend, denn das Vermögensanlagengesetz regelt diese Sachverhalte im Zusammenhang mit unregulierten Produkten und unregulierten Anbietern. In der OGAW-Welt haben wir es jedoch mit durchregulierten Anbietern und Produkten zu tun, sodass wir das Risiko, das sich bei einer am Ende nicht haltbaren Maßnahme ergeben kann, für unangemessen halten. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist Herr Abg. Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich würde meine Frage an die BaFin und den BVK stellen. Es geht auch um die Bekanntmachung dieser Maßnahmen. Wie beurteilen Sie grundsätzlich die Maßnahmen, die jetzt vorgesehen sind? Der Bundesrat hat diese begrüßt und fordert darüber hinaus, das Ermessen der BaFin in eine Verpflichtung umzuwandeln. Was sagen Sie dazu? Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Neumann.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Danke, Frau Vorsitzende. Die Regelung des § 7 a KAGB sieht vor, dass die BaFin sofort vollziehbare Maßnahmen auf der Website öffentlich bekannt machen kann. Insofern hat sie ein Ermessen. Diese Regelung ist angelehnt an § 26 b Vermögensanlagengesetz, wonach die BaFin bestimmte sofort vollziehbare Maßnahmen auf ihrer Website öffentlich bekannt macht, soweit dies bei Abwägung der betroffenen Interessen zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen geboten ist. Allerdings sieht diese Regelung im KAGB-Entwurf ein Ermessen in Bezug auf die Bekanntmachung vor, während dieses Ermessen im Vermögensanlagengesetz nicht vorgesehen ist. Wir halten diesen Unterschied durchaus für richtig. Denn wir dürfen nicht übersehen, dass im Vermögensanlagengesetz vor allem Produkte des sogenannten grauen Kapitalmarktes – also weitgehend unregulierte Produkte – reguliert werden. Dagegen ist das KAGB durchreguliert und umfasst sowohl Gesellschaftsregulierungen als auch Produktregulierungen. Folglich ist es durchaus

sinnvoll, hier einen Unterschied zu machen und der BaFin weiterhin ein Ermessen einzuräumen.

Die Bemerkung zur Doppelregulierung des § 7 a KAGB würde ich bezweifeln, denn wir haben es beim § 7 a KAGB nicht mit einer Strafsanktion zu tun, sondern mit einer Maßnahme der Gefahrenabwehr. Das ist etwas anderes als ein Bußgeld, das eine Sanktion darstellt. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Für den BVK, Herr Schatz.

Sv **Christian Schatz** (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.): Vielen Dank, Herr Abg. Güntzler, für diese Frage. § 7 a KAGB des Entwurfs ist auch aus unserer Sicht problematisch, weil es um noch nicht bestandskräftige Maßnahmen geht. Natürlich kann ich nachvollziehen, wenn die BaFin sagt, dass sie weitestgehend und frühzeitig mit Warnungen an den Kapitalmarkt herantreten können möchte. Dabei muss man aber auch die Bestandsinteressen der Unternehmen berücksichtigen. Ich darf aber auch das aufgreifen, was Herr Mecklenburg zu der Vorschrift gesagt hat. Auch aus unserer Sicht ist das keine Eins-zu-eins-Umsetzung, sondern das ist eine darüberhinausgehende Umsetzung.

Wir haben in diesem Gesetzentwurf eine ganze Reihe von Maßnahmen, die weit über die Eins-zu-eins-Umsetzung hinausgehen. Warum ist das so? Hierfür gibt es sicherlich unterschiedliche Gründe. Jedoch muss man auch auf die politische Perspektive achten. Wir wollen ausweislich des Koalitionsvertrags Verbesserungen an verschiedenen Stellen für die Kapitaleinsammlung und für die Investitionen schaffen. Dann ist es aber durchaus sinnvoll, darauf zu achten, dass wir wettbewerbsfähige Regelungen erhalten und nicht ständig über die Eins-zu-eins-Umsetzung hinausgehen.

Wenn Sie – jetzt schlage ich wieder den Bogen zum Darlehen – zum Beispiel bei der Darlehensvergabe ins Ausland schauen, sehen Sie, dass dort ganz unterschiedliche, aber eben in der Regel nicht spezifische Regelungen zu finden sind. Man geht dort wesentlich näher an die Eins-zu-eins-Umsetzung heran. Dann darf man sich auch nicht bei uns wundern, dass wir immer ins Hintertreffen



geraten, wenn wir immer strengere Umsetzungen haben. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist wieder Herr Abg. Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Ich würde gerne zu dem Themenkomplex „Gesellschafterdarlehen“ zurückkommen. Wenn ich die Stellungnahmen gelesen habe, ist das auch der wesentliche Diskussionspunkt. Die Frage richtet sich an den BAI und an den BVI. Bevor man über Reglementierung und Einschränkung spricht, muss man eigentlich die Frage beantworten, warum es überhaupt notwendig ist, dass die Fonds Fremdkapital geben. Im Grundsatz gibt man nämlich als Fonds Eigenkapital und hält eine Beteiligung. Können Sie aus der Praxis noch einmal deutlich machen, warum es notwendig ist, auch in Einzelfällen Fremdkapital zu geben? Können Sie sich dann kurz mit den Regelungen auseinandersetzen, die jetzt vorgesehen sind? Sind diese zu restriktiv oder können wir dies auch anders regeln? Wir sind nämlich hier in einem Spannungsfeld zwischen KWG und KAGB, wie es schon angesprochen worden ist.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Dornseifer, bitte.

Sv **Frank Dornseifer** (Bundesverband Alternative Investments e. V.): Danke schön. Frau Vorsitzende, herzlichen Dank, für die Einladung zu der Anhörung. Herr Abg. Güntzler, vielen Dank für die Frage. Zum Thema „Gesellschafterdarlehen“ ist zunächst hervorzuheben, dass es sich bei Eigenkapital und der Fremdkapitalfinanzierung um komplementäre Finanzierungsformen handelt. Der Gesellschafter, der eben schon einen Eigenkapitalanteil an einer Gesellschaft hält, gibt zusätzlich Fremdkapital.

Fremdkapitalfinanzierungen werden komplementär – also ergänzend – zur Eigenkapitalfinanzierung gewählt, um eben eine gewisse Flexibilität zu haben. Das heißt, das Gesellschafterdarlehen kann ich relativ schnell und einfach gewähren, ich kann es kündigen, es ist nicht mit einer Kapitalerhöhung oder einem Handelsregistereintrag etc. verbunden.

Aus Gesellschaftssicht hat die Fremdkapitalfinanzierung einen Vorteil: Die Ausgaben für das Darlehen sind abzugsfähig. Das heißt, für eine effiziente Gestaltung der Finanzierung kann ich diese Möglichkeit nutzen, um am Ende eine Gesamtfinanzierungssituation zu erreichen, die sowohl den Gesellschaftern als auch dem Unternehmen selbst zugutekommt.

Ein weiterer Aspekt ist, dass es nicht nur unternehmerische Aspekte gibt, sondern auch eine Vergangenheit in der Verwaltungspraxis von der BaFin bzw. der Bundesbank zu dem Thema „Gesellschafterdarlehen“. In dem Merkblatt zum Kreditgeschäft ist in der Vergangenheit auch immer hervorgehoben worden, dass Gesellschafterdarlehen eben nicht als eigentliche Darlehen im Sinne des KWG angesehen werden. Dies bedeutet, es gibt eine Tradition, die sagt, dass das Gesellschafterdarlehen eine besondere Funktion hat, somit eine besondere Stellung einnimmt. Es ist etwas anderes, wenn ich ein Darlehen an einen dritten ver gebe oder ein Darlehen an ein Unternehmen ver gebe, an dem ich bereits beteiligt bin. Es ist nicht so, dass ich keine genauen Kenntnisse des Unternehmens habe, sondern im Gegenteil: Ich bin selbst an dem Unternehmen beteiligt, dem ich dann noch zusätzlich zum Eigenkapital Fremdkapital zur Verfügung stelle. Vor diesem Hintergrund plädieren wir auch dafür – auch in Anknüpfung an die Aussagen in diesem Merkblatt zum Kreditgeschäft –, Gesellschafterdarlehen als solche von den Regelungen für Darlehensfonds grundsätzlich auszunehmen. Der Regierungsentwurf sieht ein abgestuftes Verhältnis vor. Das geht durchaus in die richtige Richtung, weil man schon zugrunde gelegt hat, dass es sich um unterschiedliche Sachverhalte handelt. Aber in letzter Konsequenz muss man aus unserer Sicht dann auch sagen, dass das Gesellschafterdarlehen etwas vollkommen anderes ist. Das ist ein Instrument der Unternehmensfinanzierung an einem Unternehmen, an dem ich beteiligt bin. Vor diesem Hintergrund plädieren wir auch dafür, Gesellschafterdarlehen eigentlich grundsätzlich von diesen Regelungen über Darlehensfonds auszunehmen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mecklenburg, bitte.



Sv **Marcus Mecklenburg** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Herr Abg. Güntzler, vielen Dank, für die Frage. Was die Motivation der Gesellschafterdarlehensvergabe angeht, schließe ich mich den Ausführungen von Herrn Dornseifer an. Ich teile auch die Einschätzung, dass Investitionen in Portfoliounternehmen über Darlehen etwas anderes sind als Darlehensvergaben an Dritte. Das ist im Prinzip nur ein anderer Investitionsweg. Von daher halten wir es auch für unglücklich, dass im Konzept des Regierungsentwurfs das Gesellschafterdarlehen gewissermaßen als Spezialvariante der Darlehensvergabe klassifiziert wird. Wir hätten das auch lieber als gesonderten Weg der Investition in Portfoliounternehmen gesehen.

Was die generelle Wertung des Regierungsentwurfes angeht – auch danach hatten Sie gefragt, Herr Abg. Güntzler –, sehen wir durchaus eine Verbesserung gegenüber dem Referentenentwurf im Regierungsentwurf, weil die Voraussetzungen etwas liberalisiert worden sind. Wir haben aber noch Punkte, in denen wir der Meinung sind, dass wir noch nicht am Ziel sind. Zum einen sehen wir die Gesamtgrenze von grundsätzlich 30 Prozent des eingebrachten bzw. zugesagten Kapitals als problematisch an. Das ist aus unserer Sicht eine zu enge Grenze. Sie ist offensichtlich der LTIF-Verordnung entlehnt, von welcher schon die Rede war. Dort ist auch eine 30-Prozent-Grenze im Zusammenhang mit Darlehen niedergelegt. Allerdings greift hier genau der Punkt, den wir eben angesprochen haben. Im Zusammenhang mit LTIF ist diese Grenze bezogen auf jegliche Darlehensvergabe und nicht auf Gesellschafterdarlehen. Von daher finden wir diese Bezugnahme unpassend. Wir sind der Ansicht, dass hier doch mindestens eine Erhöhung auf 50 Prozent wünschenswert wäre. Der andere Punkt, der uns in dem Zusammenhang noch wichtig ist, ist die Begrenzung auf die Anschaffungskosten. Das dürfte in der Praxis zu Schwierigkeiten führen – insbesondere dann, wenn Gesellschafterdarlehen im Wege der Ko-Investition mit anderen Darlehensgebern eingegangen werden. Dort kann nämlich die Gesamtheit der Investoren der Darlehensgeber eine höhere Quote des Fremdkapitals beschließen. Dort wäre dann die Fondsgesellschaft für den betroffenen Fonds nicht im

Stande, dieser Quote in sinnvoller Weise zu folgen. Von daher sind wir der Ansicht, dass eine Beschränkung auf die Anschaffungskosten zu eng ist. Das sollte auf ein Verhältnis eins-zu-zwei, mit anderen Worten auf das Dreifache, umgestellt werden. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächste Fragestellerin für die Fraktion der SPD ist Frau Kiziltepe.

Abg. **Cansel Kiziltepe** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Liebe Kolleginnen und Kollegen, mit dem OGAW-V-Umsetzungsgesetz sollen ja die Darlehensvergabemöglichkeiten ausgeweitet werden. Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft fordert weitergehende Darlehensvergabemöglichkeiten für offene Spezial-AIF. Mich würde interessieren, wie der GDV das begründet. Von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz würde ich gerne wissen, wie das aus Sicht der Anleger beurteilt wird. Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Frau Blösser, bitte.

Sve **Sandra Blösser** (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, vielen Dank, Frau Abgeordnete für die Frage. Wie Sie wissen, aufgrund der sich wandelnden Anlagebedürfnisse der Versicherer im Niedrigzinsumfeld steigt der Bedarf an alternativen Investitionsmöglichkeiten. Von daher begrüßt die Versicherungswirtschaft generelle Maßnahmen, die die Anlagemöglichkeiten erweitern, um die Portfolien entsprechend diversifizieren zu können. Alternative Investments kommt insofern eine besondere Rolle zu. Sie machen schon 30 Prozent der Kapitalanlagen der Versicherer aus. Die Versicherer sind daran interessiert, dass sich das Marktsegment des Kreditfonds im Bereich offener Spezial-AIF weiterentwickelt. Unsere Stellungnahme, in der wir diesen Punkt der Darlehensvergabe für offene Spezial-AIF gefordert haben, haben wir aus Anlegersicht formuliert. Das Petitum der Darlehensvergabe durch offene Spezial-AIF, das ist uns wichtig, ist nicht von gleich hoher Relevanz wie unser Anliegen im Hinblick auf die Restrukturierungsmöglichkeiten für offene AIF. Das zweite ist eine deutlich





wichtigere Forderung, die wir stellen.

Aber der erste Punkt ist durchaus für einzelne Häuser von Bedeutung, da durch die Beschränkung der Darlehensvergabe auf geschlossene AIF den Versicherern die Möglichkeit genommen würde, bestehende Fonds zu nutzen, um ihr Anlagespektrum entsprechend zu erweitern. Es würde erforderlich sein, dass neue geschlossene Spezial-AIF aufgelegt würden oder, dass Fronting Banken zur Vergabe von Darlehen eingeschaltet werden müssen, die diese dann wiederum im Nachgang auf Rechnung der Fonds erwerben können. Insofern bedeutet das einen erhöhten Kostenaufwand, ohne dass hierdurch das Anlegerrisiko vermindert würde. Dass mit der Zulassung der Darlehensvergabe für offene Spezial-AIF natürlich erhöhte Anforderungen an das Risiko und Liquiditätsmanagement verbunden sind, das sehen wir auch. Wir erachten die gesetzlichen Vorgaben, die sich unter anderem in §§ 29 und 30 KAGB hierzu finden, letztlich für geeignet, eine adäquate Steuerung der Risiken zu gewährleisten.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, für die Einladung und vielen Dank für die Frage. Sie hatten gefragt, wie wir zu den Darlehen und ähnlichem stehen. Wir möchten da betonen, dass aus Sicht der Privatanleger, die ich heute hier im Namen der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz vertrete, wir kein großes Problembewusstsein haben, weil wir sehen, dass die Kreditvergabe hier eher offene Spezial-AIF betrifft. Da sind Privatanleger erst mal ausgenommen. Es betrifft die professionellen und die semi-professionellen Anleger, so dass wir also in erster Stufe sagen müssen, dass wir da eigentlich keine großen Bedenken haben. Wenn Sie mich grundsätzlich fragen, was semi-professionelle oder professionelle Anleger davon halten sollten, kann ich Ihnen sagen, dass wir der Ansicht sind, ein Darlehen oder ein Kredit ist etwas anderes als ein Eigenkapitalvehikel, weil ihm Kontrollrechte und Ähnliches fehlen. Das ist etwas anders zu bewerten. Aus unserer Sicht ist das Risiko deutlich, sodass man da etwas genauer hinschauen muss.

Wenn wir aber zurückkommen auf unsere Position und die Sichtweise der DSW, merken wir aber schon in dem Gesetzentwurf und gerade auch in der Begründung, dass die Bundesregierung sich zwischen zwei Polen bewegt. Es geht im Endeffekt darum, was die Bundesbank auch gerade schon gesagt hat, dass wir auf der einen Seite das KWG und auf der anderen Seite die alternativen Investmentfonds haben, die auch Kredite vergeben sollen. In der Diskussion über Schattenbanken merken wir, was uns auch die ESMA und die Bundesbank verkünden: Es hat eine Explosion bei der Kreditvergabe von Nichtbanken stattgefunden. In diesem Spannungsfeld möchte die Bundesregierung augenscheinlich, und das ist auch richtig so, und damit kommen wir wieder mittelbar zum Anleger und zum Steuerzahler zurück, einen Ausgleich finden. Wir sind der Meinung, das, was die Bundesregierung jetzt hier in den Gesetzentwurf gegossen hat, ist ein guter Ausgleich zwischen diesen beiden Polen. Auf der einen Seite möchte man eigentlich, dass das Kreditgeschäft bei den Banken bleibt. Auf der anderen Seite will man aber auch die Fondsindustrie nicht zu sehr einengen, sodass die DSW der Meinung ist, dass es ein guter Ansatz ist, den wir hier sehen.

Über Zahlen kann man streiten. Wir machen den Vorschlag, dass 50 Prozent vielleicht das richtige Maß wären. Auch die Basis müsste man noch einmal neu anfassen. Aber, dass Sie im Gesetzentwurf eine Beschränkung der Kreditvergabe einführen, werten wir als sehr positiv, weil Kredite im Risiko anders zu bemessen sind als eigenkapitalbasierte Investitionen. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist Herr Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Ich würde mich auch noch einmal auf das Thema „Gesellschafterdarlehen“ beziehen. Zunächst würde ich mich an die BaFin wenden. Herr Dornseifer vom BAI hat ja ausgeführt, dass die Gesellschafterdarlehen grundsätzlich aus dem Regelungsbereich dieser Vorschriften im KAGB aufgrund der bisherigen Auffassung – auch der BaFin – in dem Auslegungsschreiben ausgenommen werden sollten. Vielleicht könnten Sie dazu kurz Stellung nehmen.



Die zweite Frage geht an den BVK zu diesem Thema: Warum eigentlich Fremdkapital? Herr Dornseifer hat dargestellt, dass beim Fremdkapital der Vorteil wäre, dass man abzugsfähige Zinsen hätte und dadurch eine Steuerersparnis entsteht. Der Liquiditätsabfluss ist ohnehin dann da. Das wäre beim Eigenkapital nicht unbedingt so, sondern erst, wenn eine Gewinnsituation entstünde und die Dividendenfähigkeit da ist, sodass, wenn man aus Sicht der Gesellschaft schauen würde, es durchaus doch Argumente dafür gibt, lieber Eigenkapital als Fremdkapital zu nehmen. Ich habe noch nicht verstanden: Warum eigentlich Fremdkapital? Ist es die Flexibilität? Zur Sicherheit wäre es doch eigentlich sinnvoll, die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens zu erhöhen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Ich möchte die Beantwortung der Frage auf Frau Gänßler übertragen, damit wir auch eine Dame ins Spiel bringen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Sehr schön. Dann Frau Gänßler. Wir haben so selten Damen bei unseren Anhörungen. Und ich habe mich so gefreut, dass heute so viele auf der Liste standen. Deswegen freue ich mich auch, wenn ich Sie aufrufen kann. Frau Gänßler, bitte.

Sve **Jaga Gänßler** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Danke schön. Zu der Forderung des BAI, dass Gesellschafterdarlehen grundsätzlich von den Restriktionen ausgenommen werden sollten, ist anzumerken, dass nach der aktuellen BaFin-Verwaltungspraxis die Vergabe von Gesellschafterdarlehen eine Ausnahme für Rechnungen des Fonds ist und dass dies auch nur für solche Fonds zulässig ist, für die das KAGB keine oder nahezu keine Produktvorgabe vorsieht.

Aufgrund dessen, dass die BaFin nach der derzeitigen Rechtslage keine gesetzlichen Grundlagen hat, um den Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) Vorgaben zu machen, hat sie in dem BaFin-Schreiben vom Mai 2015 Empfehlungen aufgestellt. Diese Empfehlungen

sagen auch, dass es nur geschlossene Spezial-AIF unter bestimmten Voraussetzungen im Hinblick gerade auf die kommenden gesetzlichen Regelungen, die jetzt auch im OGAW-V-Umsetzungsgesetz vorgenommen worden sind, sein sollten. Daher begrüßt die BaFin auch, dass für Gesellschafterdarlehen Vorgaben gemacht werden.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Schatz, bitte.

Sv **Christian Schatz** (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, vielen Dank, Herr Abg. Güntzler. Sie haben die Frage aufgeworfen, warum es überhaupt zum Einsatz von Gesellschafterdarlehen kommt. Natürlich ist es so, dass wir versuchen, die Eigenkapitalquote der Unternehmen zu stärken. Wenn Sie wirtschaftlich auf ein Gesellschafterdarlehen schauen und wenn Sie die Blickweise einer Bank auf ein Gesellschafterdarlehen anwenden, dann kommen Sie auch zum Schluss, dass es wirtschaftliches Eigenkapital ist. Warum? Nun, in der Regel wird ein Rangrücktritt zu erklären sein. Eine Bankfinanzierung wird also immer vorrangig zu dem Gesellschafterdarlehen bedient werden. Das führt ganz klassisch dazu, dass das Darlehen wirtschaftlich als Eigenkapital angesehen wird. Die Eigenkapitalquote ist dadurch zwar technisch nicht erhöht, aber wirtschaftlich. Warum brauchen wir die Gesellschafterdarlehen überhaupt? Es gibt immer wieder Konstellationen, wo wir Unternehmen mit bestehenden Finanzierungsstrukturen vorfinden, die auch Gesellschafterdarlehen vorsehen. Das ist auch in der Mittelstandsfinanzierung ein ganz typisches Instrument. Ein Mittelständler finanziert oft auch mit Gesellschafterdarlehen. Wenn jetzt ein Mittelstandsfonds hinzutritt, um zum Beispiel die weitere Expansion dieses Unternehmens zu finanzieren und er würde nur Eigenkapital im Sinne von Stammkapital geben, dann würde sich die Beteiligungsquote vielleicht über das gewollte Maß hinaus verschieben. Dann steht ein ganz einfaches Instrument zur Verfügung: das Gesellschafterdarlehen. Ich kann das Unternehmen wirtschaftlich mit Eigenkapital finanzieren, ohne die Gesellschafterquoten ungewollt zu verschieben. Ich kann dadurch auch schnell und effizient reagieren. Das kann man sehr einfach und umfassend umsetzen.



Ein weiterer Aspekt, bei dem das sehr häufig eine Rolle spielt, sind zum Beispiel Mitarbeiterbeteiligungen. Man möchte ja generell den Umfang von Mitarbeiterbeteiligungen ausweiten. Warum? Weil man sieht, dass das positive wirtschaftliche Effekte hat. Oder ein Geschäftsführer, der ebenfalls Unternehmer ist und auch Eigenkapital investiert hat, wird wesentlich stärker als ein Fremdgeschäftsführer im Sinne des Unternehmens handeln. Auch das geht schwer, wenn man nur Stammkapital zur Verfügung hätte. Das sind zwei klassische Beispiele für die Funktion von Gesellschafterdarlehen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Die nächste Fragestellerin für die Fraktion DIE LINKE. ist Frau Karawanskij.

Abg. **Susanne Karawanskij** (DIE LINKE.): Vielen Dank. Ich möchte meinen Fokus in der Fragerunde auf die Genossenschaften legen und deswegen eine Frage an Herrn Mattil stellen. Sie haben in Ihrer Stellungnahme darauf aufmerksam gemacht, dass der § 2 Absatz 4 b KAGB aufgehoben wird und dass damit die Genossenschaften nicht mehr als Investmentvermögen eingestuft werden und damit Genossenschaftsanteile nahezu unbegrenzt vertrieben werden dürfen, was zu erheblichen Risiken führen könnte. Nun unterliegen ja die Genossenschaften eigentlich recht eng gefassten Bedingungen und einer regelmäßigen Prüfung. Es würde mich interessieren, inwieweit sich damit das Risiko begrenzen lässt. Sie hatten das in Ihrer Stellungnahme ausgeführt. Dieser Aspekt würde mich interessieren.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Mattil & Kollegen): Ja, danke für die Frage. Also die Genossenschaften sind, wenn man sie historisch betrachtet, eigentlich tatsächlich keine Investmentvermögen. Damals stand der Förderzweck im Vordergrund. Und es gibt ja viele Arten von Genossenschaften. Der Klassiker ist zum Beispiel die Wohnungsgenossenschaft. Da wohnen die Genossen selbst zu einer günstigen Miete drin, und da steht eigentlich wenig der Anlage- und Profitgedanken im Vordergrund. Dass sie nicht im KAGB reguliert sind, finde ich eigentlich auch richtig. Sie stehen im Vermögensanlagegesetz,

und dort sind sie von der Prospektpflicht befreit. So hat man ja den Kompromiss gemacht, wenn keine Provisionen an Vertriebe gezahlt werden. Es gibt in der Praxis tatsächlich mehrere Fälle von Genossenschaften, bei denen Kleinanleger als Genossen geworben werden. Es gibt sehr missbräuchliche Fälle mit wirklichen Dilettanten bis hin zu Betrügern, die diese Regelungen ausnutzen, um Leute zu werben und denen das Geld abzunehmen. Aber ich denke, das dürften im Moment noch die Ausnahmen sein. So, wie es im Moment im Vermögensanlagegesetz geregelt ist, muss man beobachten, ob es viel Missbrauch geben wird oder ob es bei einigen wenigen Fällen bleibt. Vor allen Dingen, wenn keine provisionsgesteuerten Vertriebe beteiligt sein dürfen, sollte man möglicherweise den Genossenschaften die Chance geben, außerhalb des Investments- und Vermögensanlagenrechts weiterzuarbeiten. Man muss einfach beobachten, was sich da tut.

Zu den Prüfungen vielleicht noch: Die Prüfverbände der Genossenschaften überschätzt man ein bisschen. Da wird nicht so geprüft, wie wir uns das vorstellen, wie eine BaFin prüft. Das Geschäftsmodell und ob das funktionieren kann oder welche Art von Anteilen verkauft werden, wird nicht überprüft. Da geht es mehr um Steuer als um Wirtschaftsprüfungen und dass die Bilanzen stimmen. Aber die prüfen nicht die Geschäftsmodelle an sich. Das wird ein bisschen überschätzt. Aber meiner Meinung nach ist die Sache im Moment richtig geregelt.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist Herr Dr. Schick.

Abg. **Dr. Gerhard Schick** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Dankeschön. Ich möchte das Verhältnis von Zertifikaten und Investmentvermögen thematisieren. In diesem Gesetz ist das Investmentvermögen auf der Tagesordnung, und ich meine, dass es notwendig ist, sich anzuschauen, ob nicht das Schutzniveau im Bereich Zertifikate nach Abschluss dieser Gesetzesvorlage dann systematisch geringer ist und es da Arbitragemöglichkeiten geben wird. Meine Frage geht an die BaFin und an Herrn Rotter.



Ich will noch eine Sache davor sagen. Die Bundesregierung hat in der Frage, die ich gestellt habe, argumentiert, das Schutzniveau sei vergleichbar, aber die Leute, die in Zertifikate anlegen, würden bewusst ein höheres Risiko eingehen, weil sie den Verlust bewusst in Kauf nehmen. Demgegenüber muss man aber sehen, dass 50 Prozent des Zertifikatemarktes aus mit Kapitalschutz versehenen Zertifikaten besteht. Und an der Stelle ist ja offensichtlich, dass den Anlegern mit dem Versprechen einer Kapitalgarantie verkauft wird. Vor dem Hintergrund möchte ich wissen, ob wir hier ein vergleichbares Schutzniveau haben oder ob wir das herstellen müssen und ob da noch eine Lücke in der Gesetzgebung ist.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Bock, bitte.

Sv **Christian Bock** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Vielen Dank für das Wort. Vielen Dank für die Frage, Herr Abg. Dr. Schick. In der Tat handelt es sich bei Investmentvermögen und Zertifikaten um zwei unterschiedliche Anlageprodukte. Auf der einen Seite haben wir das Investmentvermögen, was als gepoolte Investition als Sondervermögen stark reguliert ist, insbesondere in der Zusammensetzung, was für Anlagen dort angelegt werden können. Demnach hat es also bestimmte Qualitätsmerkmale, mit für den Anleger reduziertem Risiko. Auf der anderen Seite gibt es das Zertifikat als Inhaberschuldverschreibung, was per se ein anderes Risiko hat wie zum Beispiel das Emittentenrisiko. Wir erlauben aber durch die Regulierung die Möglichkeit, bei Zertifikaten ein breiteres Anlagespektrum zu haben. Zertifikate geben den Anlegern die Möglichkeit, mit einem unterschiedlichen Chance-Risiko-Profil bewusst Risiken einzugehen, um einen höheren Schutz zu haben. Bei einem Kapitalschutzzertifikat wäre das im Zweifelsfall im Coupon eingepreist. Ein Emittentenrisiko ist etwas anders als das Risiko bei einem OGAW.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Rotter, bitte.

Sv **Klaus Rotter** (Rotter Rechtsanwälte): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Vielen Dank, Herr Dr. Schick für die Frage. Meines Erachtens kann man

heute Zertifikate schon unter den Begriff „Investmentvermögen“ fassen nach § 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB. Meines Erachtens liegen die Voraussetzungen vor. Bei der Begebung einer strukturierten Schuldverschreibung und bei einem Zertifikat gibt es zunächst einen Organismus. Wenn es durch Anleger gezeichnet wird, liegt zumindest ein wirtschaftlich, durch einen separaten Rechnungskreis, beim Emittenten verselbständigt gepooltes Vermögen vor. Dass die von Emittenten vereinnahmten Anlegergelder in keinem separaten Rechnungskreis geführt, erfasst oder kontrolliert werden, halte ich für sachfremd. Der Emittent muss ja wissen, was er zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder zurückbezahlen muss. Und der Rechnungskreis reicht aus, um einen Organismus nach § 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB anzunehmen.

Auch der Tatbestand der „gemeinsamen Anlagen“ liegt meines Erachtens vor. Danach kommt es vor allem darauf an, ob der Erwerber eines Zertifikats am Gewinn und am Verlust beteiligt ist. Nach dem BaFin-Auslegungsschreiben sind es keine gemeinsamen Anlagen, wenn ich keinen unbedingten Rückzahlungsanspruch habe. Beim Darlehen – ganz klar – habe ich einen unbedingten Rückzahlungsanspruch. Demnach wäre es keine gemeinsame Anlage. Aber der Zertifikate-Inhaber hat einen bedingten Rückzahlungsanspruch. Der ist bedingt durch die verschiedenen Strukturelemente, durch die Entwicklung verschiedener Basiswerte usw.

Und schließlich liegt meines Erachtens auch das Merkmal „Investition zum Nutzen der Anleger“ vor, denn die Gelder werden nicht in eigenwirtschaftlichem Interesse der Emittenten angelegt, sondern im Interesse der Anleger. Das ist ganz anders als zum Beispiel bei einer Kapitalbeteiligung, bei der ein Gesellschafter Geld hinein gibt oder bei Fremdkapitalfinanzierung oder jemand investiert in ein Unternehmen, und dann nimmt das Unternehmen das Geld und wirtschaftet im eigenen wirtschaftlichen Interesse. Ein Zertifikat ist dagegen ein Anlageprodukt. Nach den Anlagebedingungen wird das Geld angelegt und danach hat der Anleger einen Rückzahlungsanspruch.

Aber nehmen wir an, ein Zertifikat ist kein Investmentvermögen nach dem KAGB. Da stellt sich natürlich die Frage: Ist diese Privilegierung





zielführend? Wir haben ja von der Bundesbank gehört, und es ist völlig korrekt, dass gleiche Risiken gleich reguliert sein sollten. Zertifikate weisen aber gegenüber den anderen Investmentvermögen nicht nur die gleichen Risiken auf, sondern sehr viel höhere Risiken. Ich darf hier zum Beispiel das Bonitätsrisiko nennen, von dem wir schon gehört haben. Das heißt, der Zertifikatekäufer muss das Bonitätsrisiko tragen.

Bei den Lehman-Zertifikaten haben wir erlebt, was das bedeutet. Zehntausende von Anlegern haben ihr Geld verloren. Ich trage ein höheres Risiko bei Intransparenz des Leistungsversprechens. Wenn Sie sich die Prospekte der Zertifikate anschauen, kann nur ein finanzmathematisch erfahrener Anleger letztlich erkennen, wann dieses Risiko eintritt. Ich bin selbst Vorstand in einem Versorgungswerk. Wir kaufen keinerlei Zertifikate, auch weil wir dieses Risiko schwer einschätzen können. Man kann nicht definieren, wann es eintritt. Hier braucht man finanzmathematische Hintergrunddaten. Das ist außerordentlich komplex.

Dann gibt es bei den Zertifikaten im Vergleich zu einem anderen Investmentvermögen versteckte Margen, sowohl in dem Produkt selbst als auch beim Vertrieb. Beim Vertrieb ist das sowohl aufsichtsrechtlich als auch zivilrechtlich relevant. Aufsichtsrechtlich fallen die Margen nicht unter den Begriff der Zuwendungen. Das heißt, eine Bank muss nicht darauf hinweisen, wenn sie Margen vereinnahmt. Und zivilrechtlich hat der Bundesgerichtshof das auch abgesegnet. Das heißt, selbst, wenn ich einen Beratungsvertrag habe, muss der Bankberater dem Kunden nicht mitteilen: „Ich vereinnahme hier 2 oder 3 Prozent Marge.“ Das führt natürlich zu erheblichen Wettbewerbsverzerrungen. Auch im Bereich der Vermögensverwaltung gibt es Banken, die sagen: „Wir nehmen 1 Prozent und fassen die Margen darunter“. Dann gibt es andere Vermögensverwalter, die sagen: „Wir nehmen 0,75 Prozent.“ Sie offenbaren dem Kunden aber nicht, dass sie daneben 2 Prozent Margen einnehmen. Jetzt kriegt der das Mandat, der eigentlich 2,75 Prozent nimmt, und nicht der Vermögensverwalter, der 1 Prozent nimmt. Das ist die gängige Praxis.

Weitere erhöhte Risiken bei Zertifikaten: Es gibt keine unabhängige Preisfeststellung weder beim Erwerb noch bei der Veräußerung. Es gibt Studien, mit welchen Margen hier gearbeitet wird. Die Preise werden im Prinzip vom Emittenten festgelegt. Es gibt während der Laufzeit des Zertifikats auch keine unabhängige Bewertung. Dann gibt es das Problem der irreführenden, unrichtigen Zertifikate-Bezeichnungen am Markt. Zum Beispiel „Relax-Zertifikate“ „Kobold-Zertifikate“. Es gibt den Begriff der „Discount-Zertifikate“. Ein Investmentfonds dürfte sich nie als Discountfonds bezeichnen – das wäre sofort irreführend und müsste abgewiesen werden. Aber ein Discount-Zertifikat ist zulässig. Und für den Verbraucher erschließt sich das überhaupt nicht. Der Verbraucher weiß oft nicht, ob er jetzt in ein Zertifikat oder in einen Fonds investiert. Das ist ihm zum Teil gar nicht klar. Vor dem Hintergrund würde ich klar dafür plädieren, dass man hier gleiches Risiko oder hier sogar höheres Risiko zumindest auch dem KAGB unterwirft.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist Herr Kollege Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Meine erste Frage richtet sich an die aba, an die Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung. Es wurde ja von anderen Sachverständigen gesagt, dass auch bei offenen Spezial-AIF Gelddarlehen verwaltet werden sollen und dass die Einschränkung, die vorgesehen ist, nicht kommen soll. Vielleicht können Sie das aus Ihrer Sicht begründen.

Die zweite Frage richtet sich an den BSI. Herr Mattil hat es vorhin – glaube ich – angesprochen, es geht um die Frage der Bemessungsgrundlage. Die Bezugsgröße soll sich ja verändern. Nicht mehr der Wert des AIF, sondern das zur Investition zur Verfügung stehende Kapital, das zugesagte Kapital, soll Grundlage sein. Wie beurteilen Sie diese Neuregelung aus der Praxis?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Heimrich, bitte.

Sv **André Heimrich** (aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung): Mein Name ist André Heimrich, Finanzvorstand der Bayerischen



Versorgungskammer. Vielen Dank für diese Fragen. Wir sehen diese Regelung als sehr kritisch an, weil es aus unserer Sicht widersprüchlich ist, auf der einen Seite den Erwerb unverbriefter Darlehensforderungen zu ermöglichen, deren effektive Verwaltung auf der anderen Seite jedoch erheblich einzuschränken. Das stünde aus unserer Sicht dem Anlegerschutz als zentralem Regelungsanliegen des KAGB entgegen. Wir sehen gerade im Bereich des AIF, der Spezialfondsanlage, keine Gefahr eines „fire-sales“ oder „bank runs“, weil dort die Anlegergruppe meistens aus einem Anleger bzw. aus einer homogenen Gruppe von Anlegern besteht. Diese stehen in enger Abstimmung mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) und tragen dafür Sorge, dass die Problematik eines Runs als Massenphänomen ausgeschlossen ist und auch eben sogenannte fire-sales hier auszuschließen sind.

Bei unverbrieften Darlehensforderungen handelt es sich in der Regel um illiquide Vermögensgegenstände, für die in aller Regel kein Markt besteht, der eine Veräußerung zum tatsächlichen Wert gewährleistet. Um im Falle eines Zahlungsausfalles des Darlehensnehmers die Realisierung eines Verlusts zulasten des Investmentvermögens und damit zulasten der Anleger zu verhindern, verbleibt daher nach unserem Verständnis nur die Möglichkeit der Restrukturierung dieser Darlehensforderungen oder Prolongation durch die KVG. Das ist aus unserer Sicht eine effiziente und risikominimierende Vorgehensweise. Wir haben ja als Anleger gar keinen Grund, wenn wir diese Möglichkeit der Restrukturierung haben, zu verkaufen.

Also, dieses Argument es bestünde die Gefahr von „fire-sales“ ist aus unserer Sicht genau gegenteilig zu sehen. Wenn wir diese Möglichkeiten nicht hätten, die Restrukturierung oder die KVG-Restrukturierung durchzuführen, dann bestünde viel mehr die Gefahr, dass die Anleger möglichst schnell versuchen, noch aus einem Wert herauszukommen. Aber wenn wir eben diese Möglichkeit haben, und das zeigen ja auch die Statistiken der Ratingagenturen, dass notleidende Kredite im Darlehensbereich meistens sehr hohe Recovery Rates von bis zu 70, 80 Prozent aufweisen. Warum sollten Anleger, wenn die Bekanntgabe eines notleidenden Kredites erfolgt,

zu extrem niedrigen Kursen in einem illiquiden Marktes verkaufen? Hier wird der Schutz der Anleger durch diese Restrukturierungs- bzw. Prolongationsmöglichkeiten sichergestellt.

In Fonds sind viele internationale Anlegern vertreten. Wenn nur den deutschen Anlegern die Möglichkeit einer Restrukturierung verwehrt ist, ist das eine massive Benachteiligung deutscher Anleger und von deren Interessen. Deswegen plädieren wir dafür, die Möglichkeit der Restrukturierung bzw. Prolongation durch die KVG vorzusehen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Voigt, bitte.

Sv **Frederik Voigt** (Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V.): Frau Vorsitzende, Herr Abgeordneter, vielen Dank für die Frage. Durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz soll für die Vorschrift geschlossener Publikums-AIF eine neue Bemessungsgrundlage eingeführt werden. Verschiedene Anlagegrenzregelungen sollen sich demnach zukünftig an dem für die Investition zur Verfügung stehenden Kapital orientieren. Das ist – kann man sagen – ein Paradigmenwechsel in diesem Bereich, denn bisher war die Bemessung am Wert der Vermögensgegenstände bzw. am Nettoinventarwert zu bemessen. Das Problem an dieser Wertbemessung, gerade in Bezug auf die Fremdkapitalgrenze, war, dass bei einem schwankenden Wert bzw. einem unvorhersehbaren Wertverfall der Assets die Einhaltung dieser Grenzen unter Umständen nur sehr schwer gesteuert werden konnte. Unter Umständen wäre der AIF dazu gezwungen, Notverkäufe in Form von Fire-Sales zu tätigen. Dass das für den Anleger nachteilhaft sein kann, ist offensichtlich.

Wichtig ist auch, den Unterschied im Vergleich zu offenen Immobilienfonds hervorzuheben, denn geschlossene AIF investieren in ein Asset oder wenige Assets, und während der Laufzeit der Bewirtschaftung dieser Assets finden keine weiteren Zukäufe statt. Erst am Ende der Laufzeit werden die einmalig erworbenen Assets wieder verkauft. Hierdurch kann der geschlossene Fonds konzeptgemäß auch nicht auf Wertverfall und ähnliches reagieren, um seine Fremdkapitalgrenze



wieder einzufangen. Durch die neue Bemessungsgrundlage des Investitionskapitals wird nunmehr eine fixe Größe eingeführt. Wir sind der Meinung, dass sie einen sehr verlässlichen Anhaltspunkt bietet, durch den der Verwaltungsaufwand der KVG deutlich reduziert wird. Und die angesprochenen Notverkäufe zu schlechten Marktbedingungen sind daher nicht zu befürchten. Insofern ist diese neue fixe Größe auch im Sinne des Anlegerschutzes.

Problematisch betrachten wir allerdings im Einzelnen noch die Ermittlung dieser Bezugsgröße. Maßgeblich ist nach dem Wortlaut das eingebrachte und zugesagte Eigenkapital abzüglich Kosten, Gebühren und Aufwendungen. Was fehlt konkret unter dieser Abzugsposition? Gerade Aufwendungen sind beispielsweise im Vorhinein noch gar nicht bezifferbar. Das gilt beispielsweise für Bewertungsgutachten, die noch in der Zukunft liegen und für die ein Betrag noch gar nicht beziffert werden kann. Außerdem ist der Zeitraum auch unklar, für den diese Abzugspositionen anzubringen sind. Es gibt auch AIF, die über einen längeren Zeitraum investieren – drei, vier Jahre. Dann ist es doch etwas schwierig, im Vorhinein schon zu kalkulieren, welche Abzugspositionen auch für diese später nachfolgenden Investitionen mit hineingezogen werden müssen. Vor diesem Hintergrund brauchen wir bei dieser neuen Bemessungsgrundlage Klarheit. Daher würden wir es sehr begrüßen, wenn die BaFin sich schon frühzeitig mit diesem Thema auseinandersetzt. Wir liefern als Verband, der natürlich auch sehr nah an diesem Thema dran ist und das jetzt auch schon über das Gesetzgebungsverfahren intensiv verfolgt und begleitet hat, gerne Hilfestellung und würden insofern auch für entsprechende Gespräche bereitstehen. Dankeschön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die SPD-Fraktion ist Herr Kollege Petry.

Abg. **Christian Petry** (SPD): Frau Vorsitzende, herzlichen Dank. Es geht in meiner ersten Frage um die Ausweitung der Erleichterung zur Restrukturierung von Darlehen auch auf offene Spezial-AIF. Hier wird ja im Kontrast zur Praxis der BaFin, die für seit Mai 2015 bestehende geschlossene und offene Fonds gleichermaßen die

entsprechende Möglichkeit eingeräumt hat, jetzt in § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-Änderung bestimmt, dass auch nachträgliche Änderungen durch AIF möglich sind, nicht aber durch offene Spezial-AIF. Die sind ausdrücklich ausgenommen. Dazu meine Frage an die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger: Wie beurteilen Sie diesen Umstand, dass offenen Spezial-AIF eine nachträgliche Abänderung nicht gestattet werden soll?

Ein weiteres Thema, was schon von der Kollegin Frau Karawanskij angesprochen wurde, ist der Wegfall des Artikels 2 Absatz 4 b KAGB. Dort sind die Genossenschaften nun gänzlich ausgenommen. Frage an die BaFin: Im letzten Jahr bzw. vorletzten Jahr hatten wir von Ihnen bei der Novellierung des KAGB zunächst einmal vernommen, dass dies europäischem Recht widersprechen würde. Es wurde dann im Vollzug festgestellt, dass Genossenschaften keine regelmäßige feste Anlagestrategie haben. Nun wird es abgeschafft. Bitte erläutern Sie mir nochmals im Hinblick auf europäisches Recht, dass sich nun die Auffassung hierzu weiterentwickelt hat und wie diese Weiterentwicklung zustande gekommen ist.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Vielen Dank. Für uns sind diese differenzierte Sichtweise und die unterschiedliche inhaltliche Ausgestaltung der sogenannten Restrukturierung insbesondere in Form der Prolongation schlicht nicht nachvollziehbar. Die Frage, ob etwas eine Kreditvergabe darstellt oder keine Kreditvergabe darstellt, kann nicht davon abhängig gemacht werden, wer der Akteur dieser Sache ist. Entweder stellt die nachträgliche Änderung von Darlehensbedingungen oder von Forderungsbedingungen eine Kreditvergabe dar, dann aber bitte für alle, oder sie stellt sie nicht dar. Und wenn man dann der Meinung ist, es fallen dann aufgrund der einheitlich so bestimmten Inhaltsbestimmung des Begriffes „Restrukturierung“ Organismen darunter, die man eigentlich besser davor verschonen wollte, dann muss man das auf andere Art und Weise sicherstellen, möglicherweise durch Bereichsausnahmen, aber nicht durch eine nicht nachvollziehbare gespaltene Begrifflichkeit. Wir



halten auch vor dem Hintergrund, dass es sich um Spezial-AIF handelt, diese begriffliche Differenzierung für unsachgemäß und kapitalmarktverwirrend. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Wer antwortet für die BaFin? Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Danke, Frau Vorsitzende. Zur Frage der Genossenschaften und wie es zu der Änderung der Praxis gekommen ist, die jetzt hier zur Gesetzesänderung führt: Der § 1 Absatz 1 KAGB definiert den Investmentfonds und zwar fast wortwörtlich so, wie er auch in der Richtlinie definiert worden ist. Da gibt es ein Tatbestandsmerkmal, dass das eingesammelte Kapital gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger zu investieren ist. Hier ist der entscheidende Unterschied zur Genossenschaft. Beim Investmentfonds findet die Investition zugunsten, zum Nutzen der Anleger statt, während bei der Genossenschaft ein Förderzweck zugrunde liegt, der mit dem Kapital der Genossenschaft zu erreichen ist. Diese Erkenntnis hat uns dann dazu bewogen, die Anwendbarkeit bei den Genossenschaften zu verneinen. Dies wird nun, dafür sind wir sehr dankbar, gesetzgebungsmäßig nachvollzogen. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist wieder Herr Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Ich hätte noch mal eine Frage an den BAI und dann auch an die BaFin. Der Bundesrat, der ja auch Stellung genommen hat, möchte die Ergänzung der Aufzählung der Kategorien der semi-professionellen Anleger. Es soll insbesondere Betrieben, Gesellschaften und Stiftungen des Bundes oder eines Landes ermöglicht werden, auch in Zukunft in Spezial-AIF zu investieren. Wie beurteilen Sie jeweils diese Forderung?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Dornseifer, bitte.

Sv **Frank Dornseifer** (Bundesverband Alternative Investments e. V.): Ich glaube, das war jetzt nicht

unbedingt ein Petitum, was von uns vorgetragen wurde. Deswegen würde ich da gerne an denjenigen auch weitergeben, der hier ...

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): ... das ist ja kein Petitum gewesen, sondern der Bundesrat möchte den Katalog erweitern. Und das wäre die Frage an die Praxis, ob das sinnvoll ist.

Sv **Frank Dornseifer** (Bundesverband Alternative Investments e. V.): Gut. Also, ich würde jetzt spontan zu dieser Frage sagen, dass es natürlich im Zuge der europäischen Entwicklung offenkundig ist, dass wir neben dem professionellen Anleger auch noch einen semi-professionellen Anleger bekommen werden, an den abgestufte Anforderungen gestellt werden, um sicherzustellen, dass auch mehr natürliche Personen Anlagemöglichkeiten haben. Es gab ja in der Vergangenheit auch schon die Frage, warum natürliche Personen mit entsprechendem Sachverstand von manchen Anlagen ausgeschlossen werden. Insofern kann man durchaus dafür plädieren, zu sagen, wir müssen im gewissen Umfang auch mehr natürliche Personen zulassen, die die Anforderungen an einen semi-professionellen Anleger erfüllen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Neuman für die BaFin, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Die BaFin unterstützt diesen Neuregelungsvorschlag ebenfalls. Wir begrüßen, dass Stiftungen und Anstalten des öffentlichen Rechts, an denen der Bund oder das Land beteiligt sind, auch als semi-professioneller Anleger angesehen werden können. Das ist durchaus machbar, weil in den Steuerungsorganen, Kontrollorganen dieser Stiftungen und Gesellschaften des öffentlichen Rechts sich in der Regel mehrheitlich Vertreter der jeweiligen Gebietskörperschaft befinden. Insofern ist eine Aufsicht über die Stiftungen oder öffentlichen Gesellschaften möglich, damit den Anlegerschutznotwendigkeiten Rechnung getragen werden kann.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die SPD-Fraktion ist Herr Kollege Zöllmer.





Abg. **Manfred Zöllmer** (SPD): Ich wollte eine Frage an die BaFin und an die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz zum Thema „Frist zur Erlaubniserteilung einer Fondsübertragung von KVG zu KVG“ stellen. Ein Fonds darf nur mit Genehmigung der BaFin von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft auf eine andere übertragen werden. Diese Genehmigung muss vorliegen, ehe die geplante Übertragung öffentlich bekanntgemacht wird. Das Problem ist, dass für die Bearbeitung des Genehmigungsantrages die BaFin laut BVI theoretisch unbegrenzte Zeit hat. Deshalb meine Frage an die BaFin und DSW: Wie ist die Forderung des BVI auf Einführung einer verbindlichen Frist zur Erlaubniserteilung einer Fondsübertragung von KVG zu KVG aus Ihrer Sicht zu bewerten?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Wer antwortet für die BaFin? Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Wir sehen die Notwendigkeit, hier eine Frist einzuführen, nicht. Vor allem wenden wir uns gegen die Einführung einer Vier-Wochen-Frist. Die Vier-Wochen-Frist ist die Frist, die für die Genehmigung von Anlagebedingungen für Publikumsfonds im Gesetz vorgesehen ist. Dieses Genehmigungsverfahren findet standardisiert statt und kann deshalb in dieser kurzen Vier-Wochen-Frist regelmäßig erledigt werden. Anders ist die Genehmigung einer Fondsübertragung zu sehen. Das ist ein sehr viel komplexeres Verfahren. Hier gab es auch in der Gegenwart keine Frist, weil die Prüfungsschritte aufgrund der Komplexität sehr viel umfangreicher sind. Insofern wenden wir uns hier gegen diese Einführung der Vier-Wochen-Frist. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Tüngler von der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank für die Frage. Man sollte der BaFin natürlich nicht widersprechen. In dem Fall tue ich es aber, muss ich es aus Anlegersicht tun. Aber ich glaube auch, aus Fonds- und Anbietersicht sollte es schon eine Frist geben, um einfach Sicherheit in diesem Punkt einkehren zu lassen. Der BVI hatte – glaube ich –

vier Wochen vorgeschlagen, und wenn innerhalb dieser vier Wochen keine Entscheidung vorliegt, dann gibt es eine Fiktion, dass eine Genehmigung vorliegt. Das sehen wir auch nicht als den richtigen Weg an. Das möchte ich auch nicht hier im Raum unkommentiert stehen lassen.

Ich glaube, die Kunst wird es sein, die Frist angemessen auszugestalten. Wenn vier Wochen gemäß BaFin nicht der richtige Zeitrahmen sind, dann sollten es vielleicht sechs Wochen oder auch zwei Monate sein. Ich glaube aber, dass es für alle Beteiligten des Marktes gut wäre, dass da entsprechend auch dann Sicherheit herrscht, dass eine Genehmigung ergeht. Aber wie gesagt, wenn vier Wochen zu gering sind, sollte man eine angemessene Frist finden. Darüber muss man noch einmal diskutieren. Aber eine Fiktion sollte es auf jeden Fall nicht geben, denn dazu ist der Schritt wieder zu einschneidend für die Anleger, weil sich das Risiko eventuell verschiebt. Deswegen sollte auf jeden Fall die Genehmigung vorliegen. Die Frage ist in welcher Frist. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist überraschenderweise Herr Güntzler.

Abg. **Fritz Güntzler** (CDU/CSU): Es werden immer weniger hier. Ich habe zwei Fragen an den BVI. Zum einen würde ich ihm gerne noch mal die Möglichkeit geben, auch zu dem Thema, zu dem die „aba“ Stellung genommen hat, noch einmal Stellung zu nehmen, warum auch bei offenen Spezial-AIF Gelddarlehen verwaltet werden sollten und warum Sie die Risiken, die im Regierungsentwurf in der Begründung enthalten sind, nicht sehen.

Bei der zweiten Frage, über die haben wir auch schon gesprochen, geht es um die neue Bemessungsgrundlage bei geschlossenen Publikum-AIF, ob Sie – ähnlich wie Herr Voigt – die Bedenken von Herrn Mattil, die hier vorgetragen worden sind, teilen oder wahrscheinlich nicht teilen werden.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mecklenburg, bitte.



Sv **Marcus Mecklenburg** (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank, Frau Vorsitzende, Herr Abgeordneter. Zu Darlehensfonds: Hier haben wir die schöne Situation, dass die Anlegerseite und die Anbieterseite ganz offensichtlich dieselbe Grundhaltung pflegen. Zunächst mal: Darlehensinvestitionen neben Sachinvestitionen sind wirtschaftspolitisch sinnvoll und erwünscht. Sie stellen ein zusätzliches Finanzierungsinstrument für die Wirtschaft dar. Von daher, denke ich, sollten wir ihnen keine Steine in den Weg legen. Die Investitionen offener Spezialfonds in Darlehen ist schon in der Vergangenheit praktiziert worden. Von daher würden wir es außerordentlich begrüßen, wenn auch die sachgerechte Verwaltung dieser Assets ermöglicht würde, und zwar durch Eröffnung der Möglichkeit zur Prolongation und Restrukturierung. Das ist aus unserer Sicht ein entscheidender Punkt, der es den Fondsgesellschaften ermöglicht, diese Assets-Darlehen tatsächlich im Interesse der Anleger zu verwalten.

In der Vergangenheit mussten Restrukturierung und Prolongation technisch durch entsprechend zugelassene Institute, namentlich Kreditinstitute, vorgenommen werden. Das ist wirtschaftlich aufwendig. Von daher erzeugt es Kosten, die aus unserer Sicht nicht notwendig wären. Schon die Vertreter der Bundesbank hatten ausgeführt: Ein Run-Risiko entsteht nicht durch diese Möglichkeit der Restrukturierung und der Prolongation. Im Gegenteil, wir sehen darin eine Möglichkeit, diese Risiken weiter zu reduzieren, denn sobald ein Darlehen notleidend wird, erwartet der Anleger ja sogar von seinem Verwalter, von seinem Asset-Manager, dass er die notwendigen Maßnahmen trifft, um gegenzusteuern. Das Run-Risiko würde aus unserer Sicht tatsächlich dann einsetzen, wenn die KVG, die Fondsgesellschaft, nicht die Möglichkeit hätte zu restrukturieren. Von daher würden wir es begrüßen, diese Ausnahme, die tatsächlich auch systematisch fragwürdig ist, in § 20 Absatz 9 KAGB für offene Spezial-AIF zu streichen.

Was die Bemessungsgrundlage angeht, da sind wir der Ansicht, dass das eingezahlte bzw. zugesagte Eigenkapital eine sinnvolle Grundlage ist und teilen die Bedenken, die hier in der Runde geäußert wurden, nicht. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Die nächste Fragestellerin für die Fraktion DIE LINKE. ist Frau Karawanskij.

Abg. **Susanne Karawanskij** (DIE LINKE.): Vielen Dank. Meine Frage richtet sich an Herrn Kienle von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Der Gesetzentwurf sieht ja vor, dass die AIF als Verwahrstellen auch Treuhänder benennen dürfen. Bei den OGAW ist das nur auf die Kreditinstitute begrenzt. Mich würde interessieren, wie Sie diese unterschiedliche Behandlung beurteilen, insbesondere, ob Sie womöglich eine Gefahr dahingehend sehen, dass hier von den Initiatoren interessensgeleitete Verwahrstellen benannt werden, also inwiefern das eine Gefahr beinhaltet, dass es keine Gleichbehandlung gibt. Müsste das nicht ähnlich angepasst werden wie für AIF?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Vielen Dank für die Frage. Die Gefahr bei AIF, dass man sozusagen family-and-friends-Geschäfte macht, das, was Ihre Frage impliziert, ist natürlich immer gegeben, auch dann, wenn sie natürlich nicht jeden Beliebigen als Treuhänder einsetzen können. Aber diese Gefahr ist natürlich gegeben und je höher Sie die institutionellen Anforderungen schrauben, damit jemand tauglicher Verwahrstelleninhaber sein kann, desto geringer dürfte die Gefahr sein, dass es hier dementsprechende Absprachen gibt, sodass eine Anpassung zumindest für die AIF, die auch der Öffentlichkeit zugänglich sind, also spricht für Privatanleger, unbedingt erforderlich ist.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist Herr Dr. Schick.

Abg. **Dr. Gerhard Schick** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Danke. Ich würde die BaFin und Herrn Mattil fragen und noch einmal auf das Thema „Zertifikate und Investmentvermögen“ im Vergleich eingehen. Ich finde die Argumentation der BaFin nicht überzeugend, dass es hier kein Problem eines ungleichen Schutzniveaus gibt. Ich fand die Darlegung von Herrn Rotter da überzeugend. Ich würde Sie bitten, uns zu sagen,



warum Sie trotz all dieser zusätzlichen Risiken hier keine unterschiedlichen Regulierungsniveaus sehen. Ich meine, wir haben einzelne Zertifikate, die praktisch auf denselben Underlying zielen wie das, was wir im Investmentbereich haben, und bei denen es weniger Regulierung gibt. Wenn das nicht dann Regulierungsarbitrage ermöglicht, dann weiß ich nicht, was wir unter diesem Vokabular eigentlich verstehen. Ich würde Sie bitten, da noch einmal nachzulegen.

Herrn Mattil würde ich um die Einschätzung bitten, das ist jetzt vielleicht für Sie überraschend, ob Sie den Lösungsweg für den richtigen halten, ob es andere Lösungswege gibt und ob Sie die rechtliche Einschätzung Ihres Kollegen dort teilen. Wenn ich noch eine Bemerkung machen darf? Wenn es in Deutschland irgendwo richtig gekracht hat bei der Finanzkrise, dann war es bei den Zertifikaten, und es ist absurd, dass wir nach sieben Jahren an der Stelle immer noch nichts gemacht haben, aber alles möglich andere geregelt haben.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Bock oder Herr Neumann? Herr Neumann, bitte.

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Wir splitten das. Ich fange an. Und zwar würde ich auf einen Gesichtspunkt hinweisen, die Unterscheidung zwischen Zertifikaten und Investmentfonds. Herr Rotter hatte vorhin gesagt, dass auch bei Zertifikaten eine Anlage nach einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger erfolge. Das würde ich bestreiten. Beim Investmentfonds ist das natürlich durch diese gesetzliche Anforderung gesichert. Die Investmentgesellschaft legt in die Wertpapiere an, die sich in dem Index befinden. Anders sieht das beim Zertifikat aus. Hier wird das Geld von der emittierenden Bank eingesammelt und dann zum eigenen Nutzen angelegt – zu völlig anderen Zwecken unter Umständen.

Zwischenruf

Sv **Thomas Neumann** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Das ist ja eine andere Frage. Es werden nicht die Vermögenswerte, die sich im Index befinden,

erworben, sondern die Gelder werden zu anderen Zwecken verwendet. Dann stellt sich natürlich bei den Zertifikaten eine ganz andere Frage, nämlich eine bankenaufsichtliche Frage. Die emittierende Bank begründet eine Verbindlichkeit und muss dafür sorgen, dass sie diese Verbindlichkeit am Ende der Laufzeit des Zertifikats auch zurückzahlen kann. Das muss sie mit einer Kapitalunterlegung darstellen. Die muss aber keineswegs konstruiert sein wie der Index, der hier nachgebildet wird.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Bock, bitte.

Sv **Christian Bock** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Dann würde ich ergänzen wollen. Ich bleibe dabei, dass es sich bei Zertifikaten und Investmentfonds um zwei unterschiedliche Produktkategorien handelt, die unterschiedliche Risikoprofile haben. Der Anleger oder die Interessen des Anlegers werden im Aufsichtsrecht dadurch geschützt, dass Risiken durch Transparenz oder in der Beratung aufgeklärt werden. Das gilt übrigens auch für das Emittentenrisiko, wo der Anleger definitiv im Rahmen der Anlageberatung nach WpHG darüber aufgeklärt wird. Insofern gibt es in der Tat, wie vorhin schon gesagt, das Emittentenrisiko beim Zertifikat, was wir bei einem OGAW natürlich nicht so haben, weil das Sondervermögen ist. Darüber wird der Anleger aber definitiv aufgeklärt. Bei dem unterschiedlichen Schutzniveau, was Herr Rotter auch zum Beispiel bei der Werbung gesagt hat, bin ich der Meinung, dass die im Vertrieb verwendeten Kundeninformationen auch nicht irreführend oder unrichtig sein dürfen. Auch da haben wir im WpHG § 31 Absatz 2 in Verbindung mit der WpDVerOV Vorschriften, die das regeln, dass auch hier eingeschritten werden kann, wenn es irreführend ist. Deswegen sehe ich in dem Fall das unterschiedliche Schutzniveau als nicht für gegeben an.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Mattil & Kollegen): Vielen Dank für die Frage. Ich muss sagen, bei den Zertifikaten, die mir so untergekommen sind in den vielen Jahren meiner Praxis, sehe ich eine gemeinsame Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger auf jeden



Fall. Ein typisches Zertifikat: Beispielsweise gibt eine Bank 100 Millionen Euro aus, nennt das „Benchmark X“, und das wird an einen Anleger verkauft. Ich bin der Meinung, dass das Investmentvermögen ist. Ich habe auch die Feststellung gemacht, dass, wenn man Garantiezertifikate betrachtet, die Versprechung einer Garantie ganz oft nicht stimmt. Wenn man genau nachliest, bezieht sich die Garantie nur auf irgendwas Spezielles. Aber es ist oft keine Kapitalerhaltungsgarantie drin, obwohl es so beschrieben wird. Da wird ganz gemein auch getrickst und getäuscht. Ich meine, Zertifikate sind ein Investmentvermögen und gehören ins KAGB.

Man muss natürlich die nächste Frage stellen: Selbst wenn es so ist, dass momentan das Wertpapierprospektgesetz anwendbar ist, gibt es auf europäischer Ebene das Problem mit der Sprache, das hatte ich auch schon angesprochen. Es gibt englisch-, französischsprachige Zertifikat-Prospekte, die hier in Deutschland in den Vertrieb gehen, wo der Anleger schon deswegen nichts tun kann, wenn er einen Verlust erleidet. Er kann da nichts machen.

Wenn man die Zertifikate im KAGB reguliert, dann ist das nächste Problem, Herr Dr. Schick, dann ist es zulässig für Kleinanleger. Dann wird es in einen Fonds reingepackt, und dann werden sie immer noch an Kleinanleger verkauft. Dann muss man natürlich darüber reden, ob das dann ein Publikumsfonds überhaupt sein dürfte, der in Zertifikate investiert. Sonst haben sie nichts erreicht, wenn das dann nicht die Konsequenz ist. Und was auch natürlich für das KAGB spricht, wenn zum Beispiel so etwas wie Lehman-Brothers passiert, was ja wirklich schlimm war, hätten sie dann eventuell eine KVG-Haftung. Momentan haben sie niemanden, den sie in die Haftung nehmen können. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Wir haben kurz nach zwei Uhr und haben drei Runden geschafft. Das hätte ich gar nicht gedacht. Die großen Fraktionen haben jetzt keine Fragen mehr. Wenn die kleinen noch ganz dringende Fragen haben, würde ich die noch zulassen. Ja, dann stellen Sie noch eine dringende Frage, Herr Dr. Schick.

Abg. **Dr. Gerhard Schick** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Ich hätte gerne noch dieselbe Frage der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger gestellt. Sie haben vor einigen Jahren sehr intensiv zu den Zertifikaten gearbeitet. Sehen Sie das mit dem unterschiedlichen Schutzniveau und dem Regulierungsbedarf auch so?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Vielen Dank. Ja, Herr Dr. Schick, das sehen wir in der Tat genauso. Wenn wir auch die dargestellten Situationen von Herrn Kollegen Mattil mit dem fremdsprachigen Prospekt, mit dem in Deutschland Anteile vertrieben werden, noch sehr zurückhaltend aufnehmen. Für mich oder für uns ist vollkommen unklar, wieso irgendjemand etwas aufgrund einer Informationsgrundlage kauft, deren Sprache er nicht versteht. Muss man hier nicht eigentlich sagen: Lasst doch die Hände weg, anstatt das zu verbieten oder weiter zu regulieren? Aber ansonsten sind wir auch der Meinung, dass sich aufgrund der Risikostruktur eine Aufnahme von Zertifikaten ins KAGB sicherlich empfiehlt. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Dann sind wir hiermit am Schluss unserer Anhörung. Ich bedanke mich vor allen Dingen bei den Sachverständigen, dass Sie zu uns gekommen sind. Ich wünsche Ihnen noch ein schönes Restjahr und einen guten Heimweg. Es ist noch ein bisschen glatt in Berlin. Passen Sie auf, wo immer Sie heute hinwollen. Allen anderen wünsche ich ebenfalls einen erfolgreichen Tag. Vielen Dank.

Schluss der Sitzung: 14.07 Uhr

Ingrid Arndt-Brauer, MdB  
Vorsitzende



**Stellungnahme des  
Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)  
zum  
Regierungsentwurf des OGAW-V-UmsG (BT-Drucksache 18/6744)**

I. Vorbemerkung

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland, bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme in dem o.g. Gesetzgebungsverfahren.

Unsere mehr als 150 in- und ausländischen Mitgliedsunternehmen initiieren, verwalten, administrieren oder erbringen Dienstleistungen für die gesamte Bandbreite der offenen und geschlossenen alternativen Investmentfonds: angefangen von Infrastrukturfonds, Private Equity, über Darlehensfonds bis hin zu Absolute-Return-Fonds, Multi-Asset-Fonds und sonstigen AIFs. Die Investoren unserer Mitgliedsunternehmen sind fast ausschließlich institutionelle bzw. professionelle Investoren wie Versicherer, Pensionskassen/-fonds, Versorgungswerke, etc.

Unsere nachfolgende Stellungnahme unter II. beschränkt sich auf Petita und Erläuterungen in Bezug auf Darlehensfonds sowie Gesellschafterdarlehen.

Diesbezüglich lauten unsere Kernpetita

- zum einen offenen Spezial-AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, weiterhin – anknüpfend an die geänderte Verwaltungspraxis der BaFin – zu erlauben, diese Darlehen auch zu verwalten (Prolongation, Restrukturierung),
- zum anderen Gesellschafterdarlehen grundsätzlich von den Anforderungen an die Darlehensgewährung durch AIF auszunehmen.

Außerhalb des Komplexes *Darlehensfonds* ist der Vollständigkeit halber kritisch zu würdigen, dass nach dem Referentenentwurf auch der Regierungsentwurf eine Übertragung von Regelungen aus der OGAW-Richtlinie bzw. dazu ergangener delegierter Rechtsakte auf AIFs bzw. deren Verwaltungsgesellschaften enthält. Zu nennen sind hier im Entwurf insbes. die Regelungen in § 18 Abs. 3 S. 2 (Unabhängigkeit des Aufsichtsrates), § 26 Abs. 7 S. 3 (Unabhängigkeit zwischen KVG und Verwahrstelle), § 28 (Meldung von Rechtsverstößen), § 82 Abs. 6 S. 2 (Sicherstellung der Insolvenzfestigkeit der Vermögensgegenstände bei Unterverwahrung), § 85 Abs. 5 S. 1 (Unabhängigkeit zwischen KVG und Verwahrstelle), § 88 Abs. 4 u. 5 (Ausschluss der Haftungsfreistellung bei Unterverwahrung), etc.

Der BAI sieht diese Verschärfungen in den vorgenannten Bereichen aus zweierlei Gründen als problematisch an. Zum einen sollen Regelungen, die explizit für OGAW-Fonds und deren Verwaltungsgesellschaften vorgesehen sind, auf Fonds/Verwalter, die der AIFM-Richtlinie (also einem anderen Regelungskonzept!) unterfallen und bei denen keine entsprechenden Regelungen vorgesehen sind, übertragen werden. Die Bundesregierung hat klar zum Ausdruck gebracht, dass europäische Richtlinien 1:1 umgesetzt werden sollen und kein sog. *Goldplating* betrieben werden soll. Genau dies ist jetzt aber der Fall und daher kritikwürdig, zumal derzeit nicht abzusehen ist, ob es zukünftig entsprechende Regelungen auch unter der AIFM-Richtlinie geben wird, wovon im Entwurf gem. Begründung aber ausgegangen wird.

Solange dies nicht der Fall ist – und dies ist der zweite Grund für unsere Kritik – sollten zudem auch aus Wettbewerbsgründen nicht einseitig in Deutschland ansässigen Fonds und deren Verwaltern zusätzliche Anforderungen auferlegt werden, die eben in den anderen EU-Staaten nicht gelten. Einseitige nationale Auflagen schaden in einem europäischen Binnenmarkt nicht nur dem Fondsstandort Deutschland und spielen benachbarten Fondsstandorten in die Hände, sie führen zudem auch nicht zu einem höheren Schutzniveau.

## II. Petita und Erläuterungen in Bezug auf die Regelungen zu Darlehensfonds

### PETITUM 1:

#### zu Nr. 10: § 20 Abs. 9 / offene Spezial-AIF / Zulassung der nachträglichen Änderung der Darlehensbedingungen

Der BAI regt folgende Änderung des § 20 Abs. 9 KAGB-ReG-E an:

*(9) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung ein Gelddarlehen nur gewähren, wenn dies auf Grund der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) 2015/760 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123 vom 19.05.2015, S. 98), § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240, § 261 Absatz 1 Nummer 8, § 282 Absatz 2 Satz 3, § 284 Absatz 5 oder § 285 Absatz 2 oder Absatz 3 erlaubt ist. Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen; ~~dies gilt nicht für offene Spezial-AIF.~~*

### Erläuterung zu Petitem 1:

Durch § 20 Abs. 9 S. 2, 2. HS KAGB-Reg-E verbietet der Gesetzgeber offenen Spezial-AIF (und nur diesen!) eine effektive Portfolioverwaltung im Interesse der Anleger im Hinblick auf unverbriefte Darlehensforderungen, obwohl deren Erwerb explizit erlaubt ist.

Dieses Verbot ist sachlich nicht zu begründen und unangemessen, die Gesetzesbegründung hierzu ist widersprüchlich.

Wir plädieren daher dafür, auch unter Berücksichtigung der Anleger- und Marktinteressen, den Ausschluss der offenen Spezial-AIF von der Möglichkeit zur nachfolgenden Änderung von Darlehensbedingungen im Gesetzesentwurf zu streichen.

Die Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin in Bezug auf Darlehensfonds hat explizit dem Umstand Rechnung getragen, dass Fonds, die unverbriefte Darlehensforderungen erwerben, diese auch verwalten müssen. Bei diesen Vermögensgegenständen ist eine effiziente Verwaltung nicht möglich, wenn diese nur erworben und veräußert werden können. Wichtig ist vielmehr, dass eine nachträgliche Änderung der Darlehensbedingungen möglich ist, ohne dass dafür die Darlehensforderung veräußert werden muss. Beispiele für derartige nachträgliche Änderungen sind u.a.

- Prolongation des Darlehens
- Zins- und Tilgungsstundungen bzw. Streckungen
- Vorübergehende Freigabe von Sicherheiten (Bsp.: Austausch von Sicherheitengeber)

- Verzicht (Teilverzicht) auf Sicherheiten
- Teilforderungsverzicht
- Änderung von kreditvertraglichen Covenants
- Verzicht auf vorzeitige Kündigungsmöglichkeit durch Kreditnehmer
- Änderung der Marge
- Zinsperiodenwechsel
- Anpassung von Zinssicherungsgeschäften auf Kreditnehmerebene
- Zustimmung zum Wechsel von Drittparteien (Bsp.: Versicherungen, techn. Gutachter, usw.)

Der Vollständigkeit halber seien an dieser Stelle Auszüge aus der entsprechenden Verlautbarung der BaFin vom 12. Mai 2015 (Geschäftszeichen WA 41-Wp 2100 - 2015/0001) in Erinnerung gerufen.

Die BaFin stellt u.a. fest:

*„Im Hinblick auf die europäische Rechtslage (s.o. unter III.) sowie die aktuellen Diskussionen bei ESMA ändere ich meine Verwaltungspraxis dahingehend, dass die Vergabe von Darlehen sowie die Darlehensrestrukturierung und -prolongation durch AIF als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung anzusehen sind und damit – soweit mit den Produktregelungen des KAGB vereinbar – zulässig sind. Dies hat zur Folge, dass das KAGB als *lex specialis* das KWG verdrängt...“*

Als Konsequenz konstatiert die BaFin weiter:

*„Weiterhin hat die Änderung meiner Verwaltungspraxis (s.o. unter IV.) zur Folge, dass für solche AIF, für die ein Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen nach dem KAGB zulässig ist (s.o. unter I.2.), nunmehr auch eine Restrukturierung und Prolongation dieser Darlehen zulässig ist.*

*Dies gilt im erlaubnispflichtigen Bereich z.B. für (allgemeine) offene Spezial-AIF (mit festen Anlagebedingungen) als auch für geschlossene Spezial-AIF. Auch für Sonstige Sondervermögen können unverbriefte Darlehensforderungen in dem gesetzlich vorgesehenen Umfang nun nicht nur erworben, sondern auch restrukturiert und prolongiert werden...“*

Das nunmehr im Reg-E vorgesehene Verbot für offene Spezial-AIF steht nicht nur im Widerspruch zur im Mai 2015 geänderten Verwaltungspraxis der BaFin, sondern überzeugt auch in der Sache nicht.

Die Begründung im RegE zu Nummer 70 (§ 285 Absatz 2 und 3) enthält auf Seite 67 ff. folgende Formulierung:

*„Auf Grund der Illiquidität von Darlehensforderungen wird die Kreditvergabe außerhalb von Gesellschafterdarlehen (dazu unten) auf geschlossene AIF beschränkt, um insbesondere die Risiken für die Finanzmarktstabilität und für die Anleger aus der sonst bestehenden Fristeninkongruenz (run-Gefahren, Gefahr der Ansteckung anderer AIF sowie anderer Bereiche des Finanzmarkts bei einem „fire sale“ illiquider Vermögensgegenstände) zu vermeiden. Da*

*vergleichbare Risiken auch dann bestehen können, wenn ein offener AIF in unverbriefte Darlehen investiert, werden die mit diesem Gesetz in § 20 Absatz 9 Satz 2 geschaffenen Erleichterungen zur Restrukturierung von Darlehen nicht auf offene Spezial-AIF ausgeweitet. Vor dem Hintergrund, dass von der Kapitalverwaltungsgesellschaft die Vorgaben an die Liquiditätssteuerung in § 30 einzuhalten sind, erscheinen bei einer diesbezüglichen Beschränkung auf den status quo die Finanzmarktrisiken durch offene AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, hinreichend begrenzt.“*

Schon methodologisch ist fragwürdig, dass ein und derselbe Sachverhalt, nämlich die Prolongation/Restrukturierung einer unverbrieften Darlehensforderung, unterschiedlich behandelt werden soll, je nachdem ob der Fonds offen oder geschlossen ist. Ein solcher Ansatz dürfte sich jedenfalls auf europäischer Ebene nicht durchsetzen können.

Nicht nachvollziehbar ist zudem, wie es durch die Verwaltung von Darlehensforderungen, die bereits im Bestand des Fonds sind, zu einer Erhöhung der Anfälligkeit des Finanzsystems im Hinblick auf Regulierungsarbitrage, eine Prozyklizität in diesem Bereich, einem „run“ von Anlegern, oder zu einer Ansteckung anderer Bereiche des Finanzsystems und exzessiven Kreditwachstum kommen soll? Es gibt keinen Zusammenhang zwischen der Prolongation oder Restrukturierung von unverbrieften Darlehensforderungen im Bestand eines offenen Spezial-AIF und den vorgenannten Risiken. Es geht einzig und allein um die Verlängerung der Laufzeit des Darlehens (Prolongation) bzw. der Änderung/Anpassung der Kreditbedingungen (Restrukturierung, s.o.), etc. Wie dadurch entsprechende Risiken entstehen sollen, ist nicht nachvollziehbar. Im Gegenteil, im Falle der Restrukturierung soll durch eine Änderung/Anpassung der Darlehensbedingungen gerade dem Umstand Rechnung getragen werden, dass ansonsten die Rückzahlung des Gelddarlehens oder die Zinszahlung auf dieses Gelddarlehen ganz oder teilweise gefährdet ist.

Auch einschlägige Berichte vom ESRB (Pressemitteilung zur Sitzung des General Board vom 31. März 2014, abrufbar unter <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/2014/html/pr140331.en.html>) und der ESMA (Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No 1 2015, abrufbar unter [http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-efs\\_trv\\_1-15\\_526.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-efs_trv_1-15_526.pdf)) enthalten derartige Behauptungen nicht. Diese differenzieren explizit zwischen *loan origination* und *loan participation* und skizzieren etwaige Risiken ausdrücklich nur in Bezug auf *loan origination*! Die Begründung im Reg-E zu Nummer 70 (§ 285 Absatz 2 und 3), Seite 68 oben, hebt zutreffend hervor, dass sich etwaige Risiken auf die originäre Darlehensvergabe beziehen; daher ist es widersprüchlich im Hinblick auf den Erwerb unverbriefter Darlehensforderungen später zu unterstellen, dass hier vergleichbare Risiken bestehen.

Die Prolongation oder Restrukturierung ist sogar auch im Sinne der Anleger und beugt sog. *fire sales* vor. Sind z.B. die zugrunde liegende Kredite leistungsgestört bzw. droht eine Leistungsstörung, kann nur durch die aktive Modifikation der Darlehensbedingungen bewirkt werden, dass der Kredit nicht

vollkommen ausfällt bzw. mit Wertabschlägen zu veräußern ist, was sich auf die Wertentwicklung des Fonds unweigerlich negativ und damit zu Lasten der Anleger auswirken würde. Ohne eine Prolongations- bzw. Restrukturierungsmöglichkeit müssten entsprechende Darlehensforderungen abgetreten bzw. veräußert werden, was häufig wirtschaftlich unsinnig und zudem äußerst umständlich ist. Gerade diesen praktischen Bedürfnissen wollte die BaFin bekanntlich im Rahmen der Änderung der Verwaltungspraxis Rechnung tragen. Die Regelung im Regierungsentwurf würde diesen Fortschritt konterkarieren.

Auch die weitere Argumentation in der Begründung zum ReG-E ist alles andere als zwingend. Denn bei den Anlegern eines offenen Spezial-AIF handelt es sich ausschließlich um (semi-) professionelle Anleger, die entsprechende Fondsanteile langfristig und gerade im Hinblick auf die festgelegte spezifische Anlagestrategie erwerben. Gelder werden also gerade nicht als Einlage ohne spezifische Zweckbestimmung gewährt. Deshalb sind auch „Bank run“ Szenarien unrealistisch. Häufig sind diese Anleger auch selbst reguliert (AnIV, Solvency II, etc.) und unterliegen daher besonderen Anforderungen auch bei der Anlage in Kreditfonds (Anlagegrenzen, Eigenmittelunterlegung, Risiko- und Liquiditätsmanagement, etc.), so dass schon dadurch eine übermäßige Allokation in ein spezielles Anlagesegment ausgeschlossen bzw. sehr unrealistisch ist.

Investoren in Kreditfonds haben zudem regelmäßig einen (teilweise sehr tiefen) Einblick in die Charakteristik der Kredite – teilweise bis auf Einzelkreditebene – und wissen, was sie erwerben. Das Portfoliomanagement hat die Möglichkeit, mit Investoren zu relevanten Themen in den direkten Austausch zu gehen.

Im Ergebnis würde durch die vorgeschlagene Regelung nicht nur die Änderung der BaFin-Verwaltungspraxis von Mai 2015 – ohne zwingende Gründe oder neue Erkenntnisse – zurückgedreht. Deutsche offene Spezial-AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, würden dadurch zudem erneut einen Wettbewerbsnachteil ggü. vergleichbaren offenen Fonds aus EU-Nachbarstaaten, die wiederum unter dem EU-Pass auch in Deutschland vertrieben werden können, erleiden. Gerade deshalb ist es auch von außerordentlicher Bedeutung sicherzustellen, dass offene Spezial-AIF auch weiterhin zu 100% in unverbriefte Darlehensforderungen investieren können und dass diese Grenze nicht willkürlich deutlich herabgesetzt wird.

Abschließend ist hervorzuheben, dass die Änderung der BaFin-Verwaltungspraxis im Hinblick auf Darlehensfonds auch im politischen Kontext zu sehen ist, hat doch die Europäische Kommission im Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion explizit den Willen zur Stärkung der marktbasierter Finanzierung - u.a. durch Darlehensfonds - bekundet und strebt mehr Investitionen und Finanzierungen für KMUs und Infrastrukturprojekte über die Kapitalmärkte an. Auch über Darlehensfonds soll daher das wichtige und wachsende Anlagesegment Private Debt für (professionelle) Anleger, die im andauernden Niedrigzinsumfeld nach – alternativen – Renditemöglichkeiten suchen, erschlossen werden.

Gerade auch deshalb könnte es aus unserer Sicht durchaus sinnvoll sein, AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften zu ermöglichen für Rechnung eines offenen Spezial-AIF – in beschränktem Umfang – auch unmittelbar Darlehen zu vergeben. Der Illiquidität von

Anlagegegenständen kann ein Fonds immer dadurch Rechnung tragen, dass in den Anlagebedingungen z.B. Mindesthalte-, Kündigungs-, Rücknahmefristen, Abschläge, Gates, usw. vorgesehen werden, so dass sichergestellt ist, dass die KVG mit ausreichendem Vorlauf planen und bei etwaigen Rückgabewünschen entsprechend disponieren kann, ohne dass es zu einem „run“ o.Ä. kommt. Auch bei einem offenen Fonds, der in langfristige Kredite investiert bzw. diese vergibt, kann durch entsprechende Maßnahmen die Liquidität adäquat gesteuert werden.

Anstatt die direkte Darlehensvergabe durch offene AIF per se zu verbieten, könnte – basierend auf den ohnehin bestehenden Vorgaben im Rahmen des Liquiditätsmanagements – für offene Spezial-AIF, die selbst – in beschränktem Umfang (vgl. etwa die Regelungen in § 285 Abs. 2 KAGB-Reg-E) Kredite vergeben, vorgeschrieben werden, dass die Kündigungs- /Rücknahmefristen des Fonds an der Dauer der Kredite im Portfolio ausgerichtet sein müssen bzw. Maßnahmen zu treffen sind, die sicherstellen, dass Anteilsrückgaben adäquat gesteuert werden.

## **PETITUM 2:**

### **zu Nr. 70 b): § 285 Abs. 3 (neu) / Ausnahmen für Gesellschafterdarlehen**

Aus Sicht des BAI sollten Gesellschafterdarlehen aus dem Regelungsbereich der Vorschriften über Darlehensfonds grundsätzlich ausgenommen werden. Wir regen in der Begründung zu § 2 Abs. 4 und zu § 285 Abs. 2 und 3 eine Klarstellung dahingehend an, dass die allgemeinen Regelungen für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Gelddarlehen gewähren, für Gesellschafterdarlehen nicht gelten.

### **Erläuterung zu Petition 2:**

Im „Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Kreditgeschäfts“ (Stand: April 2014, abrufbar unter [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_090108\\_tatbestand\\_kreditgeschaeft.html?nn=2818474#doc2676104bodyText17](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html?nn=2818474#doc2676104bodyText17)) führt die BaFin unter Ziffer 1 (5) zu Gesellschafterdarlehen und auf Privat- oder Verrechnungskonten der Gesellschaft stehenden gelassenen Geldern von Gesellschaftern wie folgt aus:

*„Gesellschafterdarlehen und auf Privat- oder Verrechnungskonten der Gesellschaft stehende gelassene Gelder der Gesellschafter gelten gemäß den Ausführungen im "Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts" in den unter I.5.b. genannten Fällen als hinreichend bedingt, um den Tatbestand des Einlagengeschäfts auszuschließen. Derartige Gelder der Gesellschafter erfüllen nach dem Sinn und Zweck der Norm nicht den Tatbestand des Kreditgeschäfts im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG, der Nehmer bedarf hier nicht mehr des Schutzes als der Geber.“*

Da es also der langjährigen und anerkannten Verwaltungspraxis von BaFin wie Bundesbank entspricht, Gesellschafterdarlehen und vergleichbare Sachverhalte wie stille Beteiligungen, etc. nicht als Kredit im engeren Sinne zu qualifizieren, sind wir der Auffassung, dass diese nunmehr nicht



im Kontext der Regulierung von Darlehensfonds diesem Regime – auch nicht in einer abgestuften Form wie in § 285 Abs. 3 vorgeschlagen – unterworfen werden sollten.

Im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen ist zunächst klarzustellen, dass diese (jedenfalls solche an Tochtergesellschaften und vergleichbare Sachverhalte) sowohl wirtschaftlich als auch investimentrechtlich von Drittdarlehen grundverschieden sind. Gesellschafterdarlehen sind ein Strukturierungselement der Gesamtfinanzierung, so dass diese immer im Zusammenhang auch mit der (Eigenkapital-) Beteiligung zu sehen sind.

Das deutsche Recht stellt Unternehmen zur Finanzierung durch die Gesellschafter zwei verschiedene Mittel zur Verfügung:

### **1. Eigenkapital:**

Eigenkapital kann in das Stamm- bzw. Grundkapital geleistet werden, oder als freie Kapitalrücklage eingebracht werden. Je nach Vorgehensweise ist die Rückführung des Kapitals an unterschiedlich strenge Vorschriften gebunden.

### **2. Fremdkapital:**

Gesellschafter sind nach deutschem Recht frei, dem Unternehmen Fremdkapital in Form von Gesellschafterdarlehen an Stelle von Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Die Hingabe von Gesellschafterdarlehen hat dabei zwei wesentliche Vorteile:

Darlehen können flexibel gegeben und wieder gekündigt werden. Damit stellt es die flexibelste Art der Unternehmensbinnenfinanzierung dar. Der deutsche Gesetzgeber hat daher für den Fall der Insolvenz Gläubigerschutzvorschriften erlassen, so z.B. § 135 InsO. Der BGH hat in ausführlicher Rechtsprechung klare Leitlinien erlassen, wann ein Gesellschafterdarlehen als Eigenkapital anzusehen ist und damit Gläubigern wie normales Eigenkapital als Haftungsmasse zur Verfügung steht.

Gesellschafterdarlehenszinsen sind Betriebsausgaben und schmälern damit den zu versteuernden Gewinn eines Unternehmens. Um zu verhindern, dass Unternehmen durch die Finanzierung mit Gesellschafterdarlehen ihren kompletten Gewinn „kleinrechnen“, hat der Steuergesetzgeber ausführliche Regelungen erlassen, die den Grundsatz der Abziehbarkeit von Zinszahlungen beschränken.

Im Bereich Private Equity / Venture Capital bzw. der Sachwertanlagen steht bei alternativen Investmentfonds der unternehmerische Aspekt im Vordergrund. Sie konkurrieren zudem mit herkömmlichen Unternehmen, die eben nicht als AIF qualifizieren und daher auch nicht die im Entwurf vorgeschlagenen Beschränkungen bei Gesellschafterdarlehen zu befolgen hätten.

Entsprechende AIF sind - wie „normale“ Unternehmen - darauf angewiesen, auch das Mittel der Gesellschafterdarlehen nutzen zu können. Wären Gesellschafterdarlehen über die normalen steuerrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Regelungen hinaus, also wie im Entwurf vorgesehen, beschränkt, käme es zu gravierenden Wettbewerbs- und Renditenachteilen, eben weil Gesellschafterdarlehen nicht oder nur sehr eingeschränkt eingesetzt werden können und somit die Körperschaftsteuerlast auf Unternehmensebene deutlich höher ausfällt.



Die Gesamtsteuerbelastung von alternativen Investmentfonds würde also unbillig gegenüber sonstigen Unternehmen erhöht, es käme zu Renditerückgängen, Wettbewerbsverzerrungen gegenüber sonstigen Unternehmen, die ggf. in die gleichen Vermögensgegenstände investieren wollen. Die Folge wäre, dass alternative Investmentfonds im Bereich PE/VC, Infrastruktur, etc. weiter an Attraktivität verlieren, was nicht im Sinne der zahlreichen institutionellen Kapitalgeber wie Versorgungswerke, Lebensversicherungen, Sachversicherungen, Pensionskassen, etc. sein kann, die ohnehin vor der schwierigen Herausforderung stehen, ihre garantierten oder zugesagten Anlageziele zu erreichen, um die Altersversorgung ihrer Millionen Mitglieder sicherzustellen.

Im Ergebnis würden diese Beschränkungen jedenfalls dazu führen, dass von AIF gehaltene Beteiligungsunternehmen mit deutlich weniger – eigenkapitalähnlichen - Gesellschafterdarlehen ausgestattet werden können, als Beteiligungsunternehmen, die von Unternehmen, die nicht als AIF qualifizieren, gehalten werden. Es muss daher gefragt werden, ob diese Ungleichbehandlung vom Gesetzgeber bewusst gewollt bzw. in Kauf genommen wird. Als Konsequenz wäre weiter zu erwarten, dass die Finanzierung mittelständischer Unternehmen schwieriger wird und insbes. AIFs aus dem Segment PE/VC nicht mehr oder nur noch sehr eingeschränkt zur Verfügung stehen.

Fazit:

Die im Entwurf vorgesehenen Beschränkungen bei Gesellschafterdarlehen würden deren Charakter und zudem auch der langjährigen und anerkannten Behandlung durch BaFin und Bundesbank zuwiderlaufen, so dass wir darum bitten zu überdenken, ob die – teilweise – Anwendung von Vorschriften für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Gelddarlehen gewähren, wirklich beibehalten werden soll.

In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass bei einem Gesellschafterdarlehen der AIF *wirtschaftlich* gesehen auf beiden Seiten der Transaktion steht: er ist wirtschaftlich Darlehensgeber und Darlehensnehmer zugleich, denn die mit dem Gesellschafterdarlehen von der Beteiligungs- oder Zweckgesellschaft erworbenen Vermögensgegenstände sind zu 100% bzw. mehrheitlich Vermögensgegenstände des AIF, die ihm trotz des Haltens über eine Zweckgesellschaft voll zugerechnet werden. Allein daran kann man erkennen, dass eine Behandlung von Gesellschafterdarlehen als herkömmliche Anlagegegenstände eines AIF problematisch wäre, eben weil es sonst im Ergebnis zu einer Doppelberücksichtigung von Vermögenswerten kommen würde.

### **Petitum 2a:**

#### **zu Nr. 70: § 285 Abs. 3 Nr. 3 / Verhältnis Eigenkapital zu Fremdkapital**

Sofern Petitum 2 nicht gefolgt wird und an einer eigenständigen und abgestuften Regelung für Gesellschafterdarlehen festgehalten wird, regen wir an in der Begründung zu § 285 Abs. 3 Nr. 3 klarzustellen, dass der Terminus „an dem Unternehmen gehaltenen Beteiligungen“ in einem weiten Sinne zu verstehen ist und dazu insbesondere auch stille Beteiligungen oder eigenkapitalähnliche Genussrechte gehören.

**Petitem 3:**

**Nr. 15 b): § 34 Abs. 6 / Anwendung § 14 KWG**

§ 34 Abs. 6 (neu) wird wie folgt formuliert:

„(6) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Gelddarlehen gewähren, haben für diese § 14 des Kreditwesengesetzes entsprechend anzuwenden.“

**Erläuterung zu Petitem 3:**

Die im Entwurf enthaltene Formulierung ist u.U. missverständlich. Mit der hier vorgeschlagenen Formulierung wird klargestellt, dass sich die Anzeigepflicht tatsächlich auch nur auf die Gelddarlehen des jeweiligen AIF bezieht, die selbst vergeben werden.

\*\*\*\*\*

**Kontakt:**

**Bundesverband Alternative Investments e.V.**

**RA Frank Dornseifer**

-Geschäftsführer-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn, Deutschland

Tel.: +49-(0)228-96987-50

Fax: +49-(0)228-96987-90

E-Mail: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland. Unsere derzeit rund 150 in- und ausländischen Mitgliedsunternehmen rekrutieren sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts. Der Verband versteht sich als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Der BAI fördert den Bekanntheitsgrad sowie das Verständnis für alternative Anlagen in der Öffentlichkeit und setzt sich für die wissenschaftliche Forschung ein. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden und pflegt den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen und attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen.

**Stellungnahme des BVK zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (OGAW-V-UmsG)**

**BT-Drucksache 18/6744**

**Der BVK**

Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK) ist die Interessenvertretung der deutschen und in Deutschland investierten Beteiligungsgesellschaften. Zu den knapp 300 Mitgliedern des 1989 gegründeten Verbandes zählen rund 190 Beteiligungsgesellschaften, die branchenübergreifend in alle Unternehmensgrößen investieren. Auch institutionelle Investoren, die Kapital für Beteiligungsfonds zur Verfügung stellen, zählen zum Mitgliederkreis des BVK. Die Beteiligungsbranche finanziert hierzulande mehr als 5.000 Unternehmen. Diese Unternehmen haben 2014 einen Jahresumsatz von knapp 200 Milliarden Euro erwirtschaftet und beschäftigen in Deutschland rund eine Million Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer.

**Hintergrund**

Die ordentlichen Mitglieder des BVK sind Beteiligungsgesellschaften, die Unternehmen Beteiligungskapital (sog. Venture Capital/Private Equity) zur Verfügung stellen. Ziel ist es, die finanzierten Unternehmen zu fördern, damit diese ihr Wachstums- und Innovationspotential ausschöpfen können.

Entsprechend den in der Wirtschaft üblichen Finanzierungsstrukturen wird dieses Beteiligungskapital als Eigenkapital, aber auch als Fremdkapital in Form von zum Beispiel Gesellschafterdarlehen zur Verfügung gestellt. Insbesondere Gesellschafterdarlehen stellen einen wichtigen Bestandteil der Unternehmensfinanzierung dar. Die deutsche Wirtschaft nutzt dieses Instrument ebenso sehr häufig.

Die Motive für den Einsatz von Gesellschafterdarlehen sind vielfältig. Von großer Bedeutung ist, dass sie ein flexibles Instrument der Unternehmensfinanzierung darstellen. Sie sind zivilrechtlich meist einfacher zu arrangieren als Eigenkapitalfinanzierungen. So werden Gesellschafterdarlehen häufig in Krisenzeiten eingesetzt, um Unternehmen schnell Liquidität zur Verfügung zu stellen, ohne eine aufwendige Kapitalerhöhung durchführen zu müssen. Aber auch in guten Zeiten werden Gesellschafterdarlehen eingesetzt, um z.B. der unterschiedlichen Finanzierungskraft von Gesellschaftern Rechnung zu tragen ohne Auswirkungen auf die Beteiligungsquoten zu bewirken. Letztlich sind Gesellschafterdarlehen Ausdruck der verfassungsrechtlich verbürgten Finanzierungsfreiheit.

Aus wirtschaftlicher Sicht werden Gesellschafterdarlehen – auch wegen ihrer gesellschafts- und insolvenzrechtlichen Behandlung (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO § 64 Satz 3 GmbHG, § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG, § 130a Abs. 1 Satz 3 HGB, §§ 177a Satz 1 i.V.m. 130a HGB) – als Eigenkapital behandelt. Dies entspricht auch der Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die Gesellschafterdarlehen daher nicht als Darlehen wertet<sup>1</sup>.

Die Mitglieder des BVK verwalten für ihre Tätigkeit Fonds in der Regel in Form sog. Spezial-AIF, die durch ihre Investoren mit Eigenkapitaleinlagen (z.B. in Form von Kommanditeinlagen) finanziert werden. Aus verschiedenen Gründen werden die Spezial-AIF meist nicht von dritter Seite fremdfinanziert, das heißt es werden keine Einlagen im Sinne des KWG aufgenommen und es erfolgt auch auf Ebene der Spezial-AIF in der Regel keine dauerhafte Finanzierung durch Banken.

---

<sup>1</sup> Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Kreditgeschäfts (Stand: April 2014), 8. Januar 2009 | zuletzt geändert am 25. April 2014, Textziffer 1.acc. (5), Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts (Stand: März 2014), Bonn/Frankfurt a. M., 11. März 2014, Textziffer I.5.b.

Die Mitglieder des BVK geben das Beteiligungskapital in Form von Eigen- und Fremdkapital unter Berücksichtigung der für sie geltenden Regularien einschließlich sich aus den Vereinbarungen mit den Investoren der Fonds sich ergebenden Vorgaben. Selbstverständlich geht einer Investition ein sachgerechter, intensiver Prüfprozess voraus und auch nachfolgend werden umfassende Portfolioverwaltungsmaßnahmen erbracht. Da wirtschaftlich betrachtet ein Unternehmen finanziert wird, wird in diesen Prozessen nicht zwischen Eigen- und Fremdkapitalvergabe unterschieden. Dies erklärt sich auch aus der wirtschaftlichen Bedeutung des Fremdkapitals, das in vielen Fällen nachrangig zu andere Fremdkapital, zum Beispiel von Banken, ist. Das mit der Investition in Fremdkapital verbundene Risiko ist daher aus Sicht der Fonds und ihrer Investoren gleich, aber jedenfalls nicht höher als das Eigenkapitalinvestitionsrisiko (im Zweifel haben die Fremdkapitalinvestitionen sogar ein geringeres Risiko als die Eigenkapitalinvestitionen).

### **Betroffenheit der Mitglieder des BVK**

Mit dem Gesetzentwurf soll insbesondere die Darlehensvergabe durch AIF einschließlich die Begebung von Gesellschafterdarlehen geregelt werden. Unsere Mitglieder sind daher unmittelbar durch den Gesetzentwurf betroffen.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat sich lange mit der Thematik Darlehensvergabe durch AIF schwer getan und es bedurfte intensiver Diskussionen, bis die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu einer Klärung ihrer Rechtsauffassung kam (siehe auch Seite 64 der Drucksache 18/6744, die in Grundzügen diesen Diskussionsprozess beschreibt). Wir begrüßen es daher ausdrücklich, dass mit diesem Gesetzentwurf die auch schon bisher bestehende Zulässigkeit der Darlehensvergabe durch AIF nunmehr ausdrücklich klargestellt werden soll.

Wir kritisieren aber, dass die nunmehr von der Bundesregierung vorgeschlagenen Regelungen zur Darlehensvergabe in vielen Punkten zu weitgehend sind und dazu führen werden, dass in Deutschland strengere Regelungen als in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union hierfür bestehen würden. Dies würde zu einem eklatanten Wettbewerbsnachteil des Fondsstandorts Deutschland führen. Andere Belange wie zum Beispiel der Verbraucherschutz rechtfertigen diese Maßnahmen nicht, da sie hierfür weder geboten noch geeignet sind.

Wir erlauben uns in diesem Zusammenhang den Hinweis, dass damit auch die Zielsetzungen der Bundesregierung, einen attraktiven Fondsstandort für Wagniskapital zu schaffen (siehe Seite 17 des Koalitionsvertrages von CDU, CSU und SPD), widersprochen wird.

### **Unsere Hauptpetita**

#### **Hauptpetitum 1: Gesellschafterdarlehen für Spezial-AIF wettbewerbsfähig regeln**

§ 285 Abs. 2 und Abs. 3 KAGB-E sehen Restriktionen für Spezial-AIF für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen vor, die nicht erforderlich sind:

- § 285 Abs. 2 KAGB-E beschränkt den Umfang von Gesellschafterdarlehen an einen Darlehensnehmer auf 20 Prozent der Kapitalzusagen (abzüglich der Fondskosten<sup>2</sup>). Dies kann insbesondere bei Ein-Asset-Fonds zu Problemen führen. Der deutsche Spezial-AIF ist dann nicht mehr ein geeignetes Instrument.
- § 285 Abs. 3 S. 1 KAGB-E beschränkt den Umfang von Gesellschafterdarlehen auf insgesamt 30% der Kapitalzusagen (abzüglich der Fondskosten). Dies schränkt die Wettbewerbsfähigkeit von deutschen Fonds gegenüber Fonds aus anderen EU-Fondsstandorten ein, da dort diese Vorgabe nicht gilt. Mit § 285 Abs. 3 S. 2 KAGB-E ist eine Ausnahme zu dieser 30%-Regel vorgesehen, die aber nicht nur in den Fällen des § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB-E gelten sollte.

---

<sup>2</sup> Zur Ungeeignetheit dieser Bemessungsgrundlage siehe auch Anlage.

- § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB-E sieht eine spezielle Form des Rangrücktritts vor. Dadurch wird zum Beispiel die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Fonds bei ausländischen Investitionen eingeschränkt, da § 285 Abs 3 Nr. 2 KAGB-E in diesen Jurisdiktionen nicht umsetzbar ist.
- § 285 Abs. 3 Nr. 3 KAGB-E beschränkt die Vergabe von Gesellschafterdarlehen auf die Höhe der Anschaffungskosten der Eigenkapitalbeteiligung. Eine solche Begrenzung ist sachlich nicht geboten und schränkt deutsche Spezial-AIF über Gebühr gegenüber EU-Wettbewerbern ein.

Derartige Restriktionen sind in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union nicht üblich und stellen daher einen erheblichen Wettbewerbsnachteil für deutsche Fonds dar. Diese Restriktionen stellen Spezial-AIF auch gegenüber nicht-AIFs schlechter.

**Petition:** Wir regen daher an, diese Restriktionen für Gesellschafterdarlehen generell zu überdenken. Exzessives Kreditwachstum oder Regulierungsarbitrage ist bei Gesellschafterdarlehen nicht zu erwarten. Gesellschafterdarlehen sind keine Gelddarlehen, wie sie zum Beispiel Banken gewähren. Gesellschafterdarlehen lösen somit keinen weiteren Regulierungsbedarf aus. Da diese Beschränkungen objektiv nicht begründbar sind, sollte auf diese verzichtet werden.

### **Hauptpetition 2: Verhaltenspflichten für Kapitalverwaltungsgesellschaften wettbewerbsfähig regeln**

Nach dem Gesetzentwurf würde die Vergabe von Gesellschafterdarlehen zusätzliche Verhaltenspflichten auslösen. Dies ist nicht nachvollziehbar, denn Gesellschafterdarlehen weisen im Vergleich zur Eigenkapitalbeteiligung keine zusätzlichen Risiken auf und erforderten auch nicht zusätzliche Verhaltensanforderungen. Die Bundesregierung hat dies schon teilweise, aber nicht vollumfänglich in ihrem Entwurf berücksichtigt. § 29 Abs. 5a S. 2 KAGB-E sieht eine Ausnahme für Gesellschafterdarlehen nach § 285 Abs. 2, Abs. 3 KAGB-E vor. Eine solche Ausnahme ist aber nicht bei § 34 Abs. 6 KAGB-E vorgesehen (zu § 34 Abs. 6 KAGB-E siehe auch unten). Auch sollte die Ausnahme sich generell auf Gesellschafterdarlehen und nicht nur auf Gesellschafterdarlehen im Sinne von § 285 Abs. 3 KAGB-E beziehen. Gesellschafterdarlehen stellen keine Kreditrisiken im Sinne von § 14 KWG dar.

**Petition:** Wir regen an, auf diese zusätzlichen Anforderungen für Gesellschafterdarlehen generell zu verzichten. Gesellschafterdarlehen erfordern keine zusätzlichen Anforderungen gegenüber Eigenkapitalbeteiligungen.

### **Hauptpetition 3: Registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften vor ausufernden Verhaltenspflichten bewahren – Wettbewerbsfähigkeit erhalten**

Nahezu alle deutschen Beteiligungsgesellschaften sind nach § 2 Abs. 4 KAGB registriert. Diese Gesellschaften nutzen eine in der AIFM-Richtlinie vorgesehene Erleichterung, die schon vom deutschen Gesetzgeber strenger umgesetzt wurde als von der AIFM-Richtlinie vorgesehen. Mit dem Gesetzentwurf wird nun eine erhebliche Ausdehnung der Verhaltenspflichten vorgeschlagen, auch wenn die verwalteten Spezial-AIF lediglich Gesellschafterdarlehen vergeben.

Dies führt zu einem erheblichen gold plating und damit zu einer erheblichen Verschlechterung der Rahmenbedingungen für registrierte deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne von § 2 Absatz 4 KAGB, die nicht gerechtfertigt erscheint. Diese Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen lediglich geschlossene Spezial-AIF verwalten, also AIF, die sowohl hinsichtlich ihrer Anleger als auch ihrer technischen Ausgestaltung erheblichen Anforderungen unterliegen.

Insbesondere folgende Normen würden zu einer erheblichen Ausweitung der Verpflichtungen für registrierte Kapitalveraltungsgesellschaften führen, die nicht geboten erscheinen.

Vorher	Nachher (KAGB-E)
<p>Darlehen einschließlich Gesellschafterdarlehen werden im Rahmen der üblichen, für Investments passenden Portfolioverwaltungs- und Risikomanagementprozesse behandelt. Im KAGB erfolgt dazu keine spezielle Regelung.</p>	<p>Nunmehr werden teilweise schon bei Vergabe von Gesellschafterdarlehen folgende Vorschriften für anwendbar erklärt:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• § 20 Absatz 9</li> <li>• § 26 Absatz 1, 2 und 7</li> <li>• § 27 Absatz 1, 2 und 5</li> <li>• § 29 Absatz 1, 2, 5, 5a und 6</li> <li>• § 30 Absatz 1 bis 4</li> <li>• § 34 Absatz 6</li> <li>• § 285 Absatz 2 und 3 KAGB.</li> </ul> <p>Es kommt somit zu einer umfassenden Ausweitung der anzuwendenden Rechtsvorschriften, die in der AIFM-Richtlinie nicht vorgesehen ist und auch nicht in anderen Mitgliedstaaten praktiziert wird.</p>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 26 Absatz 1 und Absatz 2:</b> Die AIFM-Richtlinie stellt die registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften bewusst von einer Anwendung der allgemeinen Regeln für Kapitalverwaltungsgesellschaften frei. Der deutsche Gesetzgeber ist dem gefolgt, da dies eine erhebliche Vereinfachung bringt und damit dem gesetzgeberischen Ziel der Registrierung entspricht. Es ist nicht nachvollziehbar, warum der bloße Umstand der Vergabe von Gesellschafterdarlehen eine Abkehr von dieser Grundkonzeption rechtfertigen soll. Dies ist bisher schon nicht für erforderlich angesehen worden und erscheint auch zukünftig nicht geboten.</li> </ul>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 27 Absatz 1 und Absatz 2:</b> Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.</li> </ul>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 29 Absätze 1, 2 und 5:</b> Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.</li> </ul>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 29 Absatz 5a Satz 1:</b> Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.</li> </ul>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 30 Absatz 1 bis 4:</b> Die verwalteten Spezial-AIF müssen geschlossene AIF sein. Ein Liquiditätsmanagement im Hinblick auf Rückgabe von Anteilen ist daher entbehrlich. Zwar kann sich ein Spezial-AIF grundsätzlich auch fremdfinanzieren, für diesen Fall sieht aber § 2 Absatz 4 einen frühzeitigeren Wechsel zur Erlaubnis nach § 20 KAGB vor. Das Gesetz beinhaltet damit schon einen adäquaten Mechanismus zum Umgang mit Leverage. Die bloße Tatsache der Vergabe von Gesellschafterdarlehen rechtfertigt es nicht, ein umfassendes Liquiditätsmanagement zu fordern. Gesellschafterdarlehen weisen auch hinsichtlich der Liquiditätsplanung den Vorteil auf, dass in der Regel Rückzahlungstermine vereinbart sind. Eine Rückzahlung von Eigenkapital ist dagegen nicht grundsätzlich vorhersehbar.</li> </ul>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 34 Absatz 6:</b> Der neue § 34 Absatz 6 erklärt § 14 KWG für anwendbar. Dies soll auch für lediglich registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften gelten, die</li> </ul>



Vorher	Nachher (KAGB-E)
	<p>Gesellschafterdarlehen vergeben. § 14 KWG dient dem Interesse der Bankaufsicht an zeitnahen Informationen über die Kreditgewährung einzelner Institute und den Interessen der Institute an Informationen über Höhe und Struktur der Verschuldung größerer Kreditnehmer. Dies ist bei Einlagenkreditinstituten auch gerechtfertigt, da dadurch die Aufsicht mögliche Risiken für die Einlagen aus der Aktivseite der Bankbilanz besser beurteilen kann. Registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalten aber ausschließlich Spezial-AIF, die von der Anlegerseite ausschließlich mit haftendem Eigenkapital finanziert werden. Eine Übertragung der Regelungen für Einlagenkreditinstitute ist daher nicht geboten. Banken vergeben auch keine Gesellschafterdarlehen, sondern schlichte Darlehen. Des Weiteren würde dies auch zu einer mehrfachen Berichtspflicht führen, denn die registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften berichten ihre Anlagen schon gemäß § 44 Absatz 7 KAGB sowie nach § 18 BBankG.</p>
-	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>§ 285 Absatz 2 und 3:</b> Der Verweis ist nicht erforderlich, da diese Vorschriften schon über den Verweis auf § 20 Absatz 9 gelten.</li> </ul>

Der Gesetzesentwurf würde, wie dargestellt, zu einer erheblichen Ausdehnung der Handlungspflichten für sog. kleine AIFM führen. Dies widerspricht der Intention des Richtliniengesetzgebers und auch des deutschen Gesetzgebers, der mit § 2 Abs. 4 KAGB eine risikoadäquate Regulierung vorsieht. Ziel sollte eine 1:1-Umsetzung von EU-Richtlinien sein. Mit dieser Änderung würde diese Zielsetzung nicht eingehalten werden, denn die AIFM-Richtlinie beinhaltet derartige Verpflichtungen für sog. kleine AIFM nicht. Auch ist in den anderen Mitgliedstaaten ein Pflichtenkreis wie hier vorgesehen nicht üblich, so dass eine erhebliche Schlechterstellung deutscher AIFM die Folge wäre. Die Anforderungen gehen auch weit über die Anforderungen nach der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) hinaus. Eine solche Ausdehnung ist zumindest im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen auch nicht zu rechtfertigen, da es sich hierbei nicht um eine risikoreichere Tätigkeit gegenüber der Anlage in Eigenkapital handelt.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass diese Regelung keine Verbesserung, sondern eine Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital darstellt. Dadurch wird Deutschland nicht international wettbewerbsfähiger und der Fondsstandort nicht attraktiver, da sich in anderen EU-Mitgliedstaaten nicht entsprechende Regelungen finden.

**Petition:** Wir regen an, diese erhebliche Ausweitung der Verhaltenspflichten in § 2 Abs. 4 KAGB zu überdenken. Bei Gesellschafterdarlehen sind diese nicht erforderlich und es sollte von diesen abgesehen werden.

Unsere technischen Anmerkungen zum Gesetzentwurf haben wir Ihnen als **Anlage** beigefügt.

### Weiterer Regelungsbedarf

Wir regen an, aufgrund aktueller Diskussionen und Entwicklungen im Rahmen dieses Gesetzgebungsverfahrens weitere Änderungen im KAGB vorzunehmen:

- Derzeit treten erhebliche Probleme bei sog. kleinen Kapitalverwaltungsgesellschaften auf, da die BaFin deren Tätigkeit ausschließlich auf die Tätigkeit als Kapitalverwaltungsgesellschaft beschränken möchte. Dies erscheint nicht richtig, da die kleinen Kapitalverwaltungsgesellschaften damit strenger als die sog. großen Kapitalverwaltungsgesellschaften behandelt werden würden. Unseres Erachtens fehlt es hierfür an der gesetzlichen Grundlage. Die BaFin beruft sich auf § 15 KAGB. Damit wird dieses in der AIFM-Richtlinie angelegte Regulierungskonzept in sein Gegenteil verkehrt. Wir sind der Auffassung, dass diese Vorschrift nicht ein solch weitgehendes Tätigkeitsverbot rechtfertigt und regen eine entsprechende Klarstellung der Norm an. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 15 KAGB in der **Anlage**.

- Gemäß Artikel 67 der AIFM-Richtlinie steht ein Systemwechsel beim Vertriebsregime für Drittlandsfonds an. Es kommt dabei aber zu erheblichen Verzögerungen. So ist die Frist für einen Vorschlag der ESMA unseres Wissens ergebnislos am 22.07.2015 verstrichen. Auch befürchten wir, dass der Regimewechsel nicht problemlos vonstattengehen wird. Wir regen daher einen modifizierten Übergang in das neue Vertriebsregime an. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 295 Absatz 2 Nummer 1 KAGB in der **Anlage**.
- Wie schon in früheren Stellungnahmen angeregt, sollten die verschiedenen Begriffe des semiprofessionellen Anlegers angepasst werden. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB in der **Anlage**.

## Anlage

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
<b>Artikel 1 – KAGB</b>		
	§ 1	Wir regen an, eine Definition für den Begriff Gelddarlehen zu erwägen. Dies würde eine Vereinfachung der gesetzlichen Formulierungen ermöglichen.
Neu	§ 1 Abs. 19 Nr. 33	<p>§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB wird <b>wie folgt gefasst:</b></p> <p>33. Semiprofessioneller Anleger ist</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) jeder Anleger, <ul style="list-style-type: none"> <li>aa) der sich verpflichtet, mindestens <b>100 000 Euro</b> zu investieren, <b>und</b></li> <li>bb) der schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist,</li> </ul> </li> <li>b) ein in § 37 Absatz 1 genannter Geschäftsleiter oder Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft, sofern er in von der AIF-Verwaltungsgesellschaft verwaltete AIF investiert, oder ein Mitglied der Geschäftsführung oder des Vorstands einer extern verwalteten Investmentgesellschaft, sofern es in die extern verwaltete Investmentgesellschaft investiert,</li> <li>c) jeder Anleger, der sich verpflichtet, mindestens 10 Millionen Euro in ein Investmentvermögen zu investieren.</li> </ul> <p>Das Kapitalanlagegesetzbuch und die Verordnung (EU) Nr. 345/2013 („EuVECA-VO“) verwenden unterschiedliche Anlegerdefinitionen. Insbesondere die konzeptionell ähnlichen semiprofessionellen Anlegerbegriffe des KAGB und der EuVECA weichen erheblich voneinander ab. So sehen beide gesetzliche Regelungen unterschiedliche Schwellenwerte (KAGB: 200 000 Euro, EuVECA-VO: 100 000 Euro) und unterschiedliche weitere Qualifizierungsvoraussetzungen vor.</p> <p>Die unterschiedlichen Regelungen führen zu erheblichem Mehraufwand. Auch erschweren sie einen Wechsel zwischen beiden Regimen. Beides kann Auswirkungen auf die Attraktivität des Fondsstandorts Deutschland haben, denn die Definition des KAGB ist eine rein nationale Regelung.</p> <p>Mit den vorgeschlagenen Änderungen werden die Anlegerbegriffe des KAGB und der EuVECA-VO einander angeglichen. Dies ermöglicht die flexible Nutzung des KAGB und der EuVECA-VO. Die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandorts Deutschland wird dadurch gestärkt.</p>
3.a.	§ 2 Absatz 4	Wir regen an, von diesen weitgehenden Änderungen abzusehen. Siehe Hauptpetitum 3.
3.d).bb)	§ 2 Absatz 5	Die Änderung sollte nicht durchgeführt werden. § 2 Abs. 5 KAGB dient der Wahrung des Prinzips der Proportionalität (siehe Gesetzesbegründung BR-Drucksache 791/12, S. S. 372). Dieser Grundsatz der Proportionalität drückt sich insbesondere in der bisher enthaltenen Einschränkung zu §§ 26 bis 28 KAGB aus. Mit der Streichung würde ein zentrales Element der Vorschrift aufgehoben

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		werden und das ursprüngliche gesetzgeberische Ziel nicht mehr erreicht werden. Anders als in der Begründung zu der vorgeschlagenen Änderung dargestellt ergibt sich dies nicht aus der Verordnung (EU) Nr. 231/2013. Ein Anlass für eine so grundsätzliche Gesetzesverschärfung ist nicht ersichtlich.
3.d).ff)	§ 2 Absatz 5	Es gelten die Ausführungen zu § 2 Abs. 4 KAGB entsprechend.
Neu	§ 15 Absatz 1	<p>§ 15 Absatz 1 wird wie folgt ergänzt:</p> <p>Wird die kollektive Vermögensverwaltung ohne die erforderliche Registrierung nach § 44 oder ohne die erforderliche Erlaubnis nach §§ 20, 21 oder 22 oder nach Artikel 6 der Richtlinie 2009/65/EG oder der Richtlinie 2011/61/EU betrieben oder werden neben der kollektiven Vermögensverwaltung die in § 20 Absatz 2 oder 3 aufgeführten Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen ohne die Erlaubnis nach §§ 20, 21 oder 22 oder nach Artikel 6 der Richtlinie 2009/65/EG erbracht (unerlaubtes Investmentgeschäft), kann die Bundesanstalt hiergegen einschreiten. <u>AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die die Bedingungen nach § 2 Absatz 4, § 44 erfüllen, dürfen allen Tätigkeiten nachgehen, die nicht nach anderen Gesetzen einer Erlaubnis bedürfen.</u></p> <p>Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vertritt derzeit die Auffassung, dass aufgrund von § 15 Absatz 1 nach § 2 Absatz 4 registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften alle sonstigen Tätigkeiten verboten sind. Die Rechtmäßigkeit dieser Gesetzesauslegung ist umstritten. Dies führt zu einer Überregulierung der registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften, die insbesondere nicht auf Grundlage der AIFM-Richtlinie rechtfertigbar ist. In anderen Mitgliedstaaten erfolgt ebenso nicht eine so restriktive Handhabung der erlaubten Tätigkeiten. Wir regen daher eine entsprechende klarstellende Ergänzung der Vorschrift an.</p>
9.	§ 18 Absatz 3 Satz 2	Wir regen an, von Satz 4 solange abzusehen, wie nicht eine entsprechende europarechtliche Regelung für AIFMs erfolgt.
10.	§ 20 Absatz 9	<p><del>(9) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung ein Gelddarlehen dürfen nur gewährt werden,</del> wenn dies aufgrund der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) Nr. 760/2015 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (<del>ABl L 123 vom 19.05.2015, S. 98</del>), § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240, § 261 Absatz 1 Nummer 8, § 282 Absatz 2 Satz 3, § 284 Absatz 5 oder § 285 Absatz 2 oder Absatz 3 erlaubt ist. Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen; dies gilt nicht für offene Spezial-AIF.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Die Formulierung deutet darauf hin, dass hier das bei Sondervermögen zutreffende Verständnis zugrunde gelegt wird. Wir weisen darauf hin, dass je nach Rechtsform des AIF auch der AIF zivilrechtlich das Darlehen vergeben kann und regen daher die Klarstellung der Formulierung an.</li> <li>Zu den generellen Anmerkungen siehe oben.</li> </ul>
12.	§ 26 Absatz 7	Wir regen an, von Satz 2 solange abzusehen, wie nicht ein entsprechende europarechtliche Regelung für AIFMs erfolgt.

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
13.	§ 28 Absatz 1	Wir regen an, wie in anderen Vorschriften des KAGB auch, auf die offiziellen Zitate der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) Nr. 760/2015 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds zu verweisen.
Neu	§ 26	Siehe Anmerkung zu Nr. 3.a.aa). Wir regen an, die in § 29 Absatz 5a Satz 2 (neu) vorgeschlagene Ergänzung auch hier einzufügen.
Neu	§ 27	Siehe Anmerkung zu Nr. 3.a.aa). Wir regen an, die in § 29 Absatz 5a Satz 2 (neu) vorgeschlagene Ergänzung auch hier einzufügen.
14.	§ 29 Absatz 5a S. 2	Die Regelung sollte wie folgt gefasst werden:  Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe zulässig ist nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, §§ 240, 261 Absatz 1 Nummer 8, § 282 Absatz 2 Satz 3, § 284 Absatz 5, § 285 Absatz 2 oder § 285 Absatz 3 <u>oder wenn Gesellschafterdarlehen begeben werden.</u>
15.	§ 34 Absatz 6	Die Regelung sollte um eine Ausnahme im Falle von Gesellschafterdarlehen ergänzt werden, da bei diesen eine Meldepflicht nach § 14 KWG nicht geboten erscheint. Gleiches gilt, wenn ein geschlossener AIF keine Kredite aufnimmt, denn der geschlossene AIF ist ausschließlich durch Eigenkapital finanziert. § 14 KWG ist für Banken geschaffen worden. Es erscheint nicht angebracht, Gesellschaftern einer Gesellschaft, die diese mit Fremdkapital finanzieren, gleiche Berichtspflichten aufzuerlegen.
16.	§ 35	Die Verordnung (EU) Nr. 231/2013 legt abschließend und verbindlich die entsprechenden Anforderungen fest. Abweichende Regelungen (z.B. hinsichtlich des Turnus) sind daher nicht möglich, da es sich bei der Verordnung um unmittelbar geltendes Recht handelt. Wir regen daher an, den Wortlaut der Vorschrift entsprechend zu fassen.
20.g)	§ 44 Absatz 9	Die Verordnung (EU) Nr. 231/2013 legt abschließend und verbindlich die entsprechenden Anforderungen fest. Abweichende Regelungen (z.B. hinsichtlich des Turnus) sind daher nicht möglich, da es sich bei der Verordnung um unmittelbar geltendes Recht handelt. Wir regen daher an, den Wortlaut der Vorschrift entsprechend zu fassen.
22.	§ 48a	AIFs können im Rahmen von § 2 Abs. 4 KAGB faktisch lediglich als Kapitalgesellschaften oder als KapCo-Personenhandels-gesellschaften errichtet werden (§ 44 Abs. 4 KAGB). Eine Genossenschaft stellt schon keinen AIF dar. Da für Kapitalgesellschaften und KapCo-Personenhandelsgesellschaften eine handelsrechtliche Offenlegungspflicht nach § 325 HGB besteht, läuft § 48a KAGB leer und kann gestrichen werden.
63.b	§ 261 Absatz 4	In § 261 Absatz 4 werden die Wörter „Wertes dieses AIF“ durch die Wörter „aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals dieses AIF, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen,“ ersetzt.  Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z.B. können etwa inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		Regelung z.B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.
64.a	§ 262 Absatz 1 Satz 1 Nummer 1	<p>In Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 werden die Wörter „Wert des gesamten AIF“ durch die Wörter „aggregierten eingebrachten Kapital und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapital des AIF, <del>berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen,</del>“ ersetzt.</p> <p>Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z.B. können etwa inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z.B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.</p>
65.	§ 263 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 4	<p>In § 263 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 4 werden die Wörter „60 Prozent des Verkehrswertes der im geschlossenen Publikums-AIF befindlichen Vermögensgegenstände“ jeweils durch die Wörter „150 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Publikums-AIF, <del>berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen</del>“ ersetzt.</p> <p>Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z.B. können etwa inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z.B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.</p>
70.	§ 285	Siehe Hauptpetitum 1
Neu	§ 295 Absatz 2 Nummer 1	<p>§ 295 Absatz 2 soll wie folgt ergänzt werden:</p> <p>“(2) Der Vertrieb von Anteilen oder Aktien an inländischen Spezial-AIF, EU-AIF und ausländischen AIF an professionelle Anleger ist im Inland nur zulässig</p> <p>1. bis zu dem in dem auf Grundlage des Artikels 66 Absatz 3 in Verbindung mit Artikel 67 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EU erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission genannten Zeitpunkt nach den Voraussetzungen der §§ 321, 323, 329, 330 oder 330a;</p> <p>2. ab dem Zeitpunkt, auf den in Nummer 1 verwiesen wird, nach den Voraussetzungen der §§ 321 bis 328 oder § 330a, vorbehaltlich, dass auf den betreffenden Drittstaat nach dem erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission diese Vorschriften anwendbar sind; ist dies nicht der Fall, erfolgt der Vertrieb auch nach dem in dem auf Grundlage des Artikels 66 Absatz 3 in Verbindung mit Artikel 67 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EU erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission genannten Zeitpunkt nach den Voraussetzungen der §§ 321, 323, 329, 330 oder 330a.</p>



Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>Wir gehen davon aus, dass der Drittlandpass nicht für alle Drittstaaten Anwendung finden wird. In diesem Fall würde nach der jetzigen gesetzlichen Regelung ein Vertrieb von AIF aus diesen Staaten nicht mehr möglich sein. Dies erscheint nicht gerechtfertigt und kann zu erheblichen Störungen des Finanzmarktes führen. Wir regen daher an, § 295 Absatz 2 dahin gehend zu flexibilisieren, dass dann die bisher geltenden Regelungen fortgelten.</p>
84.b)	§ 340 Absatz 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wir erachten die Ausweitung der Ordnungswidrigkeitentatbestände mit Blick auf die Grundsätze der Normenbestimmtheit und der Normenklarheit für äußerst problematisch. Für viele der Tatbestände bestehen keine klaren Regelungen bzw. keine hinreichende Verwaltungspraxis, so dass allein auf Grund der bestehenden und weiterhin zu erwartenden Unklarheiten die Annahme von Ordnungswidrigkeiten sehr wahrscheinlich werden wird. In diesem Zusammenhang ist auch als problematisch anzusehen, dass teils schon die verspätete Vornahme einer Handlung bußgeldbewehrt sein soll.</li> <li>• Gleichzeitig führt die Absenkung des Verschuldensmaßstabes auf bloße Fahrlässigkeit zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit der Annahme einer Ordnungswidrigkeit.</li> <li>• Diese erhebliche Ausweitung der Ordnungswidrigkeitentatbestände ist auch unter Berücksichtigung des Interesses an einen ordentlichen Vollzug des KAGB nicht gerechtfertigt.</li> </ul>
Neu	§ 351b	<p>„§ 351b Übergangsvorschrift zu § 285 Absatz 2 und 3</p> <p>Auf geschlossene Spezial AIF, die vor dem 18. März 2016 aufgelegt wurden, sind § 285 Absatz 2 und Absatz 3 nicht anzuwenden.“</p> <p>Es wird ausdrücklich begrüßt, dass mit § 351a eine Übergangsvorschrift vorgesehen ist. Wir weisen darauf hin, dass bei einem Festhalten an § 285 Abs. 2 und Abs. 3 KAGB es einer entsprechenden Übergangsregelung bedarf. Den geschlossenen Spezial-AIF ist nach derzeitiger Rechtslage eine Darlehensvergabe unbegrenzt gestattet. Auch wenn eine gesetzliche Regelung angekündigt war, sind die nun vorgeschlagenen Schwellenwerte in § 285 Absatz 2 und Absatz 3 nicht vorhersehbar gewesen. Auch sind diese Schwellenwerte nicht anderweitig ableitbar und daher für die Marktteilnehmer überraschend. Die in § 285 Absatz 2 und Absatz 3 vorgeschlagenen Schwellenwerte sind daher nicht berücksichtigt worden, zumal diese Schwellenwerte sich auch nicht sachlich rechtfertigen lassen (siehe oben).</p>

\*\*\*



Frankfurt am Main,  
16. Dezember 2015

**Position des BVI zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (OGAW V-UmsG)**

**BT-Drucksache 18/6744**

Der BVI<sup>1</sup> unterstützt das Ziel des Gesetzentwurfs, das Kapitalanlagegesetzbuch an die Vorgaben der OGAW V-Richtlinie anzupassen. Die eigentliche Richtlinienumsetzung ist im Entwurf gut und weitgehend zielgenau gelungen. Darüber hinaus enthält der Entwurf eine Reihe weiterer sachgerechter Regelungen. Genannt seien hier insbesondere:

- die Möglichkeit der Kreditvergabe durch geschlossene Fonds (§ 285 Absatz 2 KAGB-E),
- der Mechanismus zur Eliminierung effektiver Stücke (§ 95 Absatz 1, § 97 Absatz 1, §§ 356, 357 KAGB-E),
- die Regelungen zur Bezugsgröße der Kreditaufnahmegrenze, der Grenze für das Währungsrisiko sowie des Grundsatzes der Risikomischung bei geschlossenen Fonds (§ 263 Absätze 1 und 4, §§ 261, 262 KAGB-E),
- die Regelungen für den Erwerb von Spezialfondsanteilen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (§ 1 Absatz 6 Satz 1 Nr. 2, § 262 Absatz 2 KAGB-E),
- die Zulassung der Verschmelzung von Spezial-Sondervermögen auf Investmentkommanditgesellschaften (§ 281 KAGB-E),
- die Umsetzungsfristen und -modalitäten für Publikums-AIF (§ 343 Absatz 8 KAGB-E).

Wir begrüßen diese Regelungen und sprechen uns dafür aus, sie in der vorgeschlagenen Form zu verabschieden. Bedenken haben wir dagegen gegenüber einer Reihe anderer geplanter Maßnahmen, die nicht durch die OGAW-Richtlinie vorgegeben sind:

- die Qualifizierung von Prolongationen und Restrukturierungen unverbriefter Darlehensforderungen durch offene Spezial-AIF als Darlehensvergabe (§ 20 Absatz 9 KAGB-E),
- die Beschränkungen bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen sowie fehlende Bestandsschutzregeln für bereits existierende Fonds (§ 282 Absatz 2, § 284 Absatz 5, § 285 Absatz 3, § 343, § 353 Absatz 4 KAGB-E),

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 91 Mitglieder verwalten über 2,5 Billionen Euro in OGAWs, AIFs und Vermögensverwaltungsmandaten. Mit der Interessenvertretung der Mitglieder engagiert sich der BVI für bessere Rahmenbedingungen für die Investmentanleger. Die Mitgliedsgesellschaften des BVI betreuen direkt oder indirekt das Vermögen von rund 50 Millionen Menschen in rund 21 Millionen Haushalten.

- die fehlende Genehmigungsfrist bei Fondsübertragung von KVG zu KVG (§ 100a KAGB-E),
- die doppelte und überobligatorische Regulierung des „BaFin-Prangers“ (§ 7a KAGB-E) und
- die nationale Verschärfung der Bußgeldvorschrift für Bezugnahmen auf Ratings (§ 340 Absatz 3 KAGB-E).

Im Einzelnen schlagen wir folgende Änderungen in Artikel 1 des Gesetzesentwurfs vor:

#### **Nr. 5 (§ 7a KAGB-E): Doppelregulierung des „BaFin-Prangers“**

§ 7a KAGB-E wird gestrichen:

##### ~~„§ 7a Bekanntmachung von sofort vollziehbaren Maßnahmen~~

~~(1) Die Bundesanstalt kann Maßnahmen, die nach § 7 sofort vollziehbar sind, auf ihrer Internetseite öffentlich bekannt machen, soweit dies bei Abwägung der betroffenen Interessen zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen geboten ist. Bei nicht bestandskräftigen Maßnahmen ist folgender Hinweis hinzuzufügen: „Diese Maßnahme ist noch nicht bestandskräftig.“ Wurde gegen die Maßnahme ein Rechtsmittel eingelegt, sind der Stand und der Ausgang des Rechtsmittelverfahrens bekannt zu machen.~~

~~(2) Die Bundesanstalt sieht von einer Bekanntmachung ab, wenn die Bekanntmachung die Stabilität der Finanzmärkte oder laufende Ermittlungen gefährden würde.~~

~~(3) Die Bekanntmachung darf personenbezogene Daten nur in dem Umfang enthalten, der für den Zweck der Beseitigung oder Verhinderung von Missständen erforderlich ist. Die Bekanntmachung ist zu löschen, sobald sie nicht mehr erforderlich ist, spätestens aber nach fünf Jahren.“~~

Die Inhaltsübersicht ist entsprechend anzupassen.

#### **Begründung:**

Gemäß Artikel 99b der OGAW V-Richtlinie sollen nationale Aufsichtsbehörden Verwaltungsmaßnahmen und -sanktionen aufgrund von Verstößen gegen die Richtlinienstandards auf ihrer Internetseite veröffentlichen, sofern diese unanfechtbar sind. Der neue § 341a KAGB-E setzt diese europarechtliche Vorgabe sachgerecht um und ersetzt zudem die bisherige „Prangerregelung“ des § 7 Absatz 5 KAGB.

Der neue § 7a KAGB-E soll der BaFin darüber hinaus ermöglichen, auch solche Sanktionsmaßnahmen auf ihrer Internetseite bekannt zu machen, die lediglich sofort vollziehbar sind, ohne zugleich unanfechtbar zu sein. Dieser regulatorische Ansatz geht über die europarechtliche Wertung hinaus und ist daher nicht nachvollziehbar. Der in der Gesetzesbegründung gezogene Vergleich zu strengeren Bekanntmachungsvorschriften im Vermögensanlagengesetz überzeugt nicht. Denn für die unter das Vermögensanlagengesetz fallende Unternehmen und Produkte existieren keine spezifischen regulatorischen Vorgaben. Außerdem unterliegen sie keiner besonderen Aufsicht. Im Interesse eines wirksamen Anlegerschutzes kann es daher ausschließlich für die Zwecke des Vermögensanlagengesetzes gerechtfertigt sein, Sanktionsmaßnahmen bereits dann bekannt zu machen, wenn sie sofort vollziehbar sind. Dies ist jedoch für Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nur auf Grundlage einer Erlaubnis durch

die BaFin tätig werden dürfen und deren Produkte strengen gesetzlichen Regelungen unterliegen, nicht gerechtfertigt.

Schließlich ist nicht nachvollziehbar, warum das Thema Bekanntmachung von Sanktionen an zwei unterschiedlichen Stellen im Gesetz mit voneinander abweichendem Inhalt geregelt werden soll.

**Nr. 10 (§ 20 Absatz 9 KAGB-E): Restrukturierung und Prolongation von Darlehen in offenen Spezial-AIF sollen nicht von der Erlaubnis zur kollektiven Vermögensverwaltung umfasst sein**

§ 20 Absatz 9 wird wie folgt geändert:

„AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung ein Gelddarlehen nur gewähren, wenn dies auf Grund der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) 2015/760 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123 vom 19.05.2015, S. 98), § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240, § 261 Absatz 1 Nummer 8, § 282 Absatz 2 Satz 3, § 284 Absatz 5 oder § 285 Absatz 2 oder Absatz 3 erlaubt ist. Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen; ~~dies gilt nicht für offene Spezial-AIF.~~“

**Begründung:**

Der Entwurf sieht vor, dass nachträgliche Änderungen der Darlehensbedingungen von Gelddarlehen, die in offenen Spezial-AIF gehalten werden, als Darlehensgewährung gelten sollen. Das hätte zur Folge, dass KVGs die Darlehensbedingungen von in einem offenen Spezial-AIF gehaltenen unverbrieften Darlehensforderungen (mit Ausnahme von Gesellschafterdarlehen im Sinne von § 285 Absatz 3 KAGB-E) nicht nachträglich ändern dürften.

Dieses Verbot würde die Attraktivität von Investitionen in unverbriefte Darlehensforderungen durch offene Spezial-AIF deutlich reduzieren und damit auch die wirtschaftspolitisch erwünschte Belegung der Infrastrukturfinanzierung erheblich schwächen. Denn die effiziente, im Anlegerinteresse liegende Verwaltung der im Fonds befindlichen Darlehen erfordert es in der Praxis häufig, dass die KVG eine der Darlehensgewährung nachfolgende Änderung der Darlehensbedingungen vornehmen darf.

Dies ist zum einen insbesondere im Hinblick auf Konsortialkredite relevant, bei denen die KVG neben weiteren Parteien als Kreditgeber eines einheitlichen Kredits fungiert. Durch die Verteilung des Konsortialkredites auf mehrere Kreditnehmer werden Klumpenrisiken reduziert, so dass Konsortialkredite für KVGs die Möglichkeit bieten, bei angemessener Risikostreuung an großvolumigen und margenträchtigen Darlehen zu partizipieren. Um Konsortialkredite effektiv verwalten zu können, muss die KVG in der Lage sein, an Prolongationsentscheidungen des Konsortiums mitzuwirken. Wenn der KVG solche Entscheidungen untersagt sind, müsste sie das zur Prolongation anstehende Darlehen zum Zwecke der Änderung der Darlehensbedingungen an ein Kreditinstitut verkaufen und nach erfolgter Prolongation wieder zurückkaufen. Die mit einem solchen Vorgehen verbundenen Kosten (laufende „Stand by“-Gebühr sowie Kosten der jeweiligen Transaktion) würden dem Fondsvermögen belastet werden und wären damit letztlich vom Anleger zu tragen. Dasselbe gilt für Restrukturierungsmaßnahmen im Rahmen von Konsortialkrediten.

Weiterhin muss eine nachträgliche Änderung der Darlehensbedingungen zur Abwendung einer drohenden Leistungsstörung in Bezug auf die im Fonds befindlichen Darlehen erfolgen dürfen. Um ihrer Verpflichtung zum Handeln im Anlegerinteresse nachkommen zu können, muss die KVG durch eine aktive Änderung der Darlehensbedingungen (z.B. durch Zins- und Tilgungsstundungen oder Zinsperiodenwechsel) dafür sorgen können, dass der Kredit nicht vollkommen ausfällt oder mit vom Anleger zu tragenden Wertabschlägen veräußert werden muss.

Aus den genannten Gründen muss eine der Darlehensgewährung nachfolgende Änderung der Darlehensbedingungen auch bei offenen Spezial-AIF von der Erlaubnis der KVG zur kollektiven Vermögensverwaltung gedeckt sein.

#### **Nr. 41 (§ 100a KAGB-E): Genehmigungsfrist bei Fondsübertragung von KVG zu KVG**

Nach § 100a Absatz 1 Satz 1 werden folgende Sätze eingefügt:

**„Die Genehmigung ist innerhalb einer Frist von vier Wochen nach Eingang des Genehmigungsantrags zu erteilen. Sind die Voraussetzungen für die Genehmigung nicht erfüllt, hat die Bundesanstalt dies dem Antragsteller innerhalb der Frist nach Satz 2 unter Angabe der Gründe mitzuteilen und fehlende oder geänderte Angaben oder Unterlagen anzufordern. Mit dem Eingang der angeforderten Angaben oder Unterlagen beginnt der Lauf der in Satz 2 genannten Frist erneut. Die Genehmigung gilt als erteilt, wenn über den Genehmigungsantrag nicht innerhalb der Frist nach Satz 2 entschieden worden und eine Mitteilung nach Satz 3 nicht erfolgt ist. Auf Antrag der Verwaltungsgesellschaft hat die Bundesanstalt die Genehmigung nach Satz 5 schriftlich zu bestätigen.“**

#### **Begründung:**

Der Entwurf des § 100a sieht vor, dass Publikumsfonds nur mit Genehmigung der BaFin von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft auf eine andere übertragen werden können. Erst wenn die Genehmigung erteilt wurde, darf die anstehende Übertragung bekannt gemacht werden und die 3-Monatsfrist gemäß Absatz 3 Satz 2 in Lauf gesetzt werden. Anders als bei Änderungen der Anlagebedingungen ist für die BaFin jedoch keine Frist geregelt, binnen derer sie Genehmigungsanträge bearbeiten muss. Eine Fondsübertragung kann nicht verlässlich geplant werden, wenn völlig offen ist, wann die Genehmigung erfolgt. Eine 4-Wochen-Frist mit anschließender Genehmigungsfiktion, wie bei einem Antrag auf Genehmigung geänderter Anlagebedingungen, ist daher sachgerecht. Die Kapitalverwaltungsgesellschaften haben ein berechtigtes Interesse daran, dass Genehmigungsanträge binnen eines überschaubaren Zeitraums beschieden werden müssen.

#### **Nr. 68 - 70 (§ 282 Absatz 2, § 284 Absatz 5 und § 285 Absatz 3 KAGB-E): Beschränkungen für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen**

§ 285 Absatz 3 wird wie folgt geändert:

„Abweichend von Absatz 2 darf die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF Gelddarlehen an Unternehmen gewähren, an denen der geschlossene Spezial-AIF bereits beteiligt ist, wenn höchstens **50** ~~30~~ Prozent des aggregierten einge-

brachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF für diese Darlehen verwendet werden, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen, und zudem eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:

1. bei dem jeweiligen Unternehmen handelt es sich um ein Tochterunternehmen des geschlossenen Spezial-AIF,
2. das Darlehen muss nur aus dem frei verfügbaren Jahres- oder Liquidationsüberschuss oder aus dem die sonstigen Verbindlichkeiten des Unternehmens übersteigenden frei verfügbaren Vermögen und in einem Insolvenzverfahren über das Vermögen des Unternehmens nur nach der Befriedigung sämtlicher Unternehmensgläubiger erfüllt werden, oder
3. die dem jeweiligen Unternehmen gewährten Darlehen überschreiten nicht **das Dreifache der die** Anschaffungskosten der an dem Unternehmen gehaltenen Beteiligungen.

Erfüllt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Anforderungen des Absatzes 2 Nummer 1, können auch mehr als 30 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF für nach Satz 1 Nummer 2 nachrangige Darlehen verwendet werden. Erfolgt die Vergabe eines Gelddarlehens nach Satz 1 an ein Tochterunternehmen, muss die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherstellen, dass das Tochterunternehmen seinerseits Gelddarlehen nur an Unternehmen gewährt, an denen das Tochterunternehmen bereits beteiligt ist, und eine der entsprechend anzuwendenden Bedingungen des Satzes 1 Nummer 1 bis 3 erfüllt ist.“

### **Begründung:**

Geschlossene Publikums- und Spezial-AIF sowie offene Spezial-AIF können künftig nur bis zu 30 Prozent des aggregierten oder zugesagten Kapitals als Gesellschafterdarlehen vergeben, wenn der Darlehensnehmer ihr Tochterunternehmen ist, für das Darlehen ein Rangrücktritt vereinbart ist oder es nur in Höhe der Anschaffungskosten der Beteiligung gewährt wird. Diese Lösung ist nicht praxismäßig. Die Innenfinanzierung wird damit Darlehen an Dritte gleichgestellt, obwohl diese grundverschieden sind.

Insbesondere in Fällen von Co-Investitionen, bei denen der AIF keine Mehrheitsbeteiligung hält, führt die Beschränkung der Darlehensgewährung auf die Anschaffungskosten zu signifikanten Änderungen in der Praxis. Hier sind Vereinbarungen üblich, wonach alle Co-Investoren in gleichen Quoten Eigen- und Fremdkapital zuführen, z.B. 30 Prozent Eigenkapital und 70 Prozent Fremdkapital. Co-Investitionen in dieser Form wären nach neuem Recht nicht mehr zulässig, da die genannten Voraussetzungen für Gesellschafterdarlehen nicht mehr erfüllt wären. Dies würde inländische KVGs gegenüber EU- oder ausländischen Verwaltungsgesellschaften sowie anderen Investoren benachteiligen, die solchen Regelungen nicht unterliegen. Die KVG hätte nur die folgenden Optionen: Sie müsste auf derartige Investitionen verzichten, einen Nachrang vereinbaren oder in höherem Umfang risikoreicheres Eigenkapital zuführen als Co-Investoren. In letzterem Fall würden sich damit auch die Stimmverhältnisse in der Beteiligung verändern; ob Co-Investoren dem zustimmen würden, ist fraglich. Alternativ müsste der AIF trotz Zuführung von Eigenkapital auf die entsprechend höheren Stimmrechte zu Lasten der Anleger verzichten. Keine dieser Lösungen erscheint im Interesse der Anleger. Die Regelung in § 285 Absatz 3 Nr. 3 KAGB-E ist daher so anzupassen, dass die gewährten Darlehen z.B. bis zum Dreifachen der Anschaffungskosten betragen dürfen.

Die Vergabe von Gesellschafterdarlehen ist zudem auf 30 Prozent des aggregierten eingebrachten bzw. zugesagten Kapitals beschränkt. Diese Grenze ist der ELTIF-Verordnung entlehnt. Dort bezieht



sich die Vorschrift allerdings auf die Darlehensvergabe an Dritte, namentlich sogenannte qualifizierte Portfoliounternehmen, in die der ELTIF auch ohne Beteiligung im Wege der Fremdfinanzierung investieren kann. Die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Beteiligungsgesellschaften stellt jedoch lediglich eine von mehreren Möglichkeiten zur Finanzierung dieser Gesellschaften dar. Durch die weiteren Vorgaben wird zudem eine Umgehung der Vorschriften für die Darlehensvergabe an Dritte verhindert, so dass der Gefahr von exzessivem Kreditwachstum durch die Vergabe von Gesellschafterdarlehen angemessen begegnet wird. Eine höhere Quote (z.B. 50 Prozent) wäre daher angemessen.

#### **Nr. 84 (§ 340 Absatz 3a KAGB-E): Bußgeldvorschrift für Bezugnahmen auf Ratings**

Nummer 84 Buchstabe d) wird wie folgt gefasst:

„d) Absatz 3a wird Absatz 3 ~~und das Wort „leichtfertig“ wird durch das Wort „fahrlässig“ ersetzt.~~“

#### **Begründung:**

Der bisherige Bußgeldtatbestand für Verstöße gegen die EU-Ratingverordnung (Verordnung (EG) Nr. 1060/2009) in § 340 Absatz 3a KAGB soll künftig nur noch zwischen Vorsatz und Fahrlässigkeit unterscheiden. Diese Bußgeldvorschrift wurde erst im Dezember 2014 durch das Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings im KAGB eingeführt und setzte mindestens Leichtfertigkeit voraus. Die neu vorgeschlagene Beschränkung auf Vorsatz und Fahrlässigkeit stellt im Vergleich mit den Parallelvorschriften für Institute in § 56 Absatz 4b KWG und Versicherer in § 145 Absatz 2 VAG, die ebenfalls mit dem Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings eingeführt wurden, eine wesentliche Benachteiligung von KVGs dar. Während Institute und Versicherer nur bei leichtfertigen Verstößen gegen die Vorgaben der EU-Ratingverordnung (d. h. nur bei grober Fahrlässigkeit) bußgeldbewehrt sein sollen, sollen KVGs bereits infolge einfacher Fahrlässigkeit ordnungswidrig handeln. Ein einheitlicher Sanktionsmechanismus für Verstöße gegen identische rechtliche Pflichten von unterschiedlichen Finanzmarktteilnehmern muss zwingend gewahrt bleiben. Die Vorschrift in § 340 Absatz 3 KAGB-E (bisher: § 340 Absatz 3a KAGB) muss daher weiterhin nur bei vorsätzlichen und leichtfertigen Verstößen bußgeldbewehrt bleiben.

In diesem Sinne äußerte sich auch der Bundesrat in seine Stellungnahme vom 6. November 2015, der sich die Bundesregierung in ihrer Gegenäußerung vom 9. November 2015 angeschlossen hat.

#### **Nr. 86 (§ 343 Absatz 9 KAGB-E neu): Fehlender Bestandsschutz**

Dem § 343 wird folgender Absatz 9 angefügt:

**„(9) Für Spezial-AIF und geschlossene Publikums-AIF, die vor dem 18. März 2016 aufgelegt wurden, sind die ab dem 18. März 2016 geltenden Einschränkungen für die Vergabe von Gelddarlehen an Unternehmen, an denen der AIF bereits beteiligt ist, nicht anzuwenden.“**

### Begründung:

Durch die im Gesetzentwurf vorgesehenen Regelungen werden die Möglichkeiten für AIF beschränkt, Gesellschafterdarlehen an Beteiligungsgesellschaften zu vergeben. Hiervon sind insbesondere geschlossene Publikums-AIF sowie geschlossene Spezial-AIF und möglicherweise offene Spezial-AIF in Gesellschaftsform betroffen.

In der Vergangenheit haben sowohl geschlossene Publikums-AIF als auch geschlossene Spezial-AIF im Rahmen des geltenden Rechts Darlehen an Beteiligungsgesellschaften in einem höheren Umfang vergeben, als dies nach den geplanten Regeln zukünftig noch möglich sein soll. Für Sondervermögen gilt ein generelles Verbot für die Vergabe von Darlehen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger (§ 93 Absatz 4 KAGB). Eine Ausnahme besteht lediglich für offene Spezial-AIF, die unter den Voraussetzungen für Immobilien-Sondervermögen (§ 240 KAGB) Darlehen an Immobilien-Gesellschaften gewähren dürfen. Offene Spezial-AIF in Gesellschaftsform unterliegen hingegen bislang nicht dem Verbot der Vergabe nach § 93 Absatz 4 KAGB. Für diese ist nicht auszuschließen, dass sie Darlehen an Beteiligungsgesellschaften vergeben haben.

Fonds, die in der Vergangenheit Gesellschafterdarlehen an Beteiligungsgesellschaften vergeben haben, haben dies als Teil der Anlagegrundsätze in ihren Anlagebedingungen niedergelegt. Sowohl Anleger in geschlossenen Publikums-AIF als auch in Spezial-AIF haben auf diese Finanzierungsstruktur und die damit zusammenhängenden Vorteile der Innenfinanzierung vertraut. Da die Finanzierungsstruktur dieser AIF z.B. aufgrund der vorgeschlagenen Regelungen in § 353 Absatz 4 Satz 1 KAGB-E wohl anzupassen wäre, benötigen diese Fonds einen Bestandschutz für Gesellschafterdarlehen, die AIFs vor Inkrafttreten des OGAW V-UmsG vergeben haben. Anderenfalls müssten diese AIF den Beteiligungsgesellschaften weiteres Eigenkapital zuführen, oder die Beteiligungsgesellschaften müssten Kredite am Markt aufnehmen, die regelmäßig teurer sind. Da die Finanzierungsstruktur der Fonds auf diese Änderung regelmäßig nicht ausgerichtet ist, müssten diese Fonds im schlimmsten Fall liquidiert werden, auch wenn dies nicht im Interesse der Anleger ist.

### Nr. 87 (§ 353 Absatz 4 KAGB-E): Bestandsschutz

Die Änderung in § 353 Absatz 4 ist wie folgt zu fassen:

„§ 353 wird wie folgt geändert:

a) In Absatz 4 Satz 1 ~~wird wie folgt geändert:~~ werden die

**aa) Die** Wörter „§ 2 Absatz 4 Satz 1, Absatz 4a Satz 1, Absatz 4b Satz 1 oder Absatz 5 Satz 1“ **werden** durch die Wörter „§ 2 Absatz 4, 4a oder Absatz 5“ ersetzt.

**bb) Die Angabe „§ 261 Absatz 7“ wird durch die Wörter „§ 261 Absatz 1 Nummer 8 und Absatz 7“ ersetzt.**

**cc) Die Angabe „§§ 271, 272, 274, 286“ wird durch die Wörter „§§ 271, 272, 274, 285 Absatz 2 und 3, §§ 286“ ersetzt.**

b) In Absatz 5 Satz 1 werden die Wörter „Voraussetzungen des § 2 Absatz 5 Satz 1“ durch die Wörter „Voraussetzungen des § 2 Absatz 5“ ersetzt.“

**Begründung:**

Die Neuregelung widerspricht dem gesetzgeberischen Konzept, auf die sogenannten Altfonds nur die nach der AIFMD zwingend erforderlichen Vorgaben anzuwenden: KVGs müssen für geschlossene Fonds, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 neue Anlagen tätigen, bislang nur die Mindestanforderungen nach der AIFMD einhalten (§ 353 Absatz 4 KAGB). Diese Regelungen sind dann ab dem Zeitpunkt anwendbar, zu dem die KVG den entsprechenden Erlaubnisantrag bei der BaFin stellt (vgl. § 353 Absatz 4 Satz 1 KAGB). Hintergrund ist, dass diese Fonds nach dem Vermögensanlagengesetz keiner Produktregulierung unterlagen. Sie sollten daher auch nach dem Inkrafttreten des KAGB ihre ursprüngliche Anlagestrategie weiter anwenden können (vgl. BT-Drs. 17/12294, S. 305). Der Vorschlag in Nr. 87 durchbricht dieses Konzept, da erstmalig eine nationale Regulierung auf diese Fonds anzuwenden sein soll. Die Vorgabe ist daher zu streichen.



Bundesverband  
Sachwerte und  
Investmentvermögen

## Stellungnahme

### zum Regierungsentwurf des OGAW-V-UmsG

anlässlich der Öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen“

– BT-Drucksache 18/6744 –

#### **bsi**

Bundesverband Sachwerte  
und Investmentvermögen e.V.

#### Vorstand

Andreas Heibrock  
Martina Hertwig  
Dr. Peter Lesniczak  
Michael Ruhl  
Jochen Schenk  
Dr. Holger Sepp  
Gert Waltenbauer

Hauptgeschäftsführer  
Rechtsanwalt Eric Romba

[www.sachwerteverband.de](http://www.sachwerteverband.de)

Geschäftsstelle Berlin  
Georgenstraße 24  
10117 Berlin  
T +49 30 318049-00  
F +49 30 323019-79  
[kontakt@bsi-verband.de](mailto:kontakt@bsi-verband.de)

Büro Brüssel  
3 -11 rue du Luxembourg  
1000 Bruxelles  
T +32 2 55016-14  
F +32 2 55016-17  
[contact@bsi-verband.eu](mailto:contact@bsi-verband.eu)

Vereinsregisternummer  
23527 Nz Amtsgericht  
Berlin-Charlottenburg

Steuernummer  
27/620/52261

Mitglied des ZIA  
Zentraler Immobilien  
Ausschuss e.V.

Berlin, den 7. Januar 2016



## I. Zusammenfassende Anmerkungen

Der bsi bewertet den Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der OGAW-V-Richtlinie insgesamt positiv. Die Umsetzung der Richtlinie führt zu einer Angleichung der OGAW-Bestimmungen an die Regelungen für AIF insbesondere in den Bereichen Vergütungspolitik sowie Aufgaben und Haftung der Verwahrstelle. In diesem Zusammenhang erachten wir die punktuelle Übertragung neuer OGAW-Regelungen auf AIF, etwa im Hinblick auf die Unabhängigkeit der Aufsichtsräte der Kapitalverwaltungsgesellschaft von Verwahrstellen, als sinnvoll.

Wir unterstützen die Aufnahme weiterer, außerhalb der OAGW-V-Richtlinie stehender Regelungsinhalte in den Gesetzentwurf. Zu den für geschlossene AIF insofern relevanten Regelungsbereichen möchten wir zusammenfassend Folgendes festhalten:

- Die Einführung einer neuen Assetklasse „Kreditfonds“ geht auf aktuelle europäische Entwicklungen in diesem Sektor zurück und wird daher ausdrücklich unterstützt. Die konkreten Vorgaben für Kreditfonds halten wir für angemessen und praxistauglich.
- Die Erfassung von Gesellschafterdarlehen als Gelddarlehen im Sinne des § 20 Abs. 9 KAGB-E betrachten wir angesichts ihres Charakters als reines Instrument der Innenfinanzierung sowie aufgrund der bisherigen Verwaltungspraxis kritisch. Gegenüber dem Referentenentwurf vom 3. Juli 2015 sind die Regelungen für Gesellschaftsdarlehen gleichwohl praxismgerechter ausgestaltet. Für bestimmte Konstellationen im Rahmen sogenannter Co-Investments sehen wir noch Anpassungsbedarf (**s. unten Ziffer II.1.a., Seite 4**). Vor allem fehlt es aber noch an Bestandsschutzregelungen für geschlossene Investmentvermögen und Altfonds, die bisher ohne Einschränkung Gesellschafterdarlehen vergeben konnten und die neue Rechtslage nicht antizipieren konnten (**s. unten Ziffer II.1.b. bis d., Seite 5 bis 7**).
- Die für verschiedene Anlagegrenzen bei geschlossenen Publikums-AIF in den §§ 261 bis 263 KAGB vorgesehene neue Bemessungsgrundlage (insbesondere für die Fremdkapitalgrenze von 60 Prozent) bietet im Vergleich zur derzeit anzusetzenden Bezugsgröße deutlich mehr Rechts- und Anwendungssicherheit (**s. unten Ziffer II.2., Seite 9**).
- Der Entwurf enthält im Übrigen einige sinnvolle Klarstellungen. Hervorheben möchten wir insbesondere die ergänzenden Regelungen zu semi-professionellen bzw. qualifizierten Privatanlegern, durch die die bislang ungeklärte Handhabung bei Erbfällen geklärt sein dürfte.
- Über die bisher vorgesehenen Regelungsinhalte hinaus sollten zwei weitere Änderungen in das Gesetz aufgenommen werden, bei denen wir nicht zu rechtfertigende Ungereimtheiten bzw. Ungleichbehandlungen sehen:



- Dies betrifft zum einen die Regelungen zur Regelbewertung geschlossener Publikums-AIF, bei der sich indirekte über Zweckgesellschaften erworbene Vermögensgegenständen im Hinblick auf die Abschreibung von Anschaffungsnebenkosten im Nachteil gegenüber direkt erworbenen Assets befinden (**s. unten Ziffer III.1., Seite 10**).
- Zum anderen regeln wir eine Erweiterung der Ausnahme von der Konzernkonsolidierung in § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB auf Spezial-AIF an, die in der Rechtsform der Investmentgesellschaft aufgelegt werden. Nach geltendem Recht werden allein als Sondervermögen aufgelegte Spezial-AIF aus dem Konsolidierungskreis ausgenommen. Investmentgesellschaften werden hiervon nicht erfasst, was sie für konzernabschlusspflichtige Investoren unattraktiver macht (**s. unten Ziffer III.1., Seite 11**).

## II. Anmerkungen im Einzelnen

### 1. Gesellschafterdarlehen nach § 285 Abs. 3 KAGB-E

§ 285 Abs. 3 KAGB-E betrifft die Vergabe von Gelddarlehen an Unternehmen, an denen der AIF zugleich beteiligt ist und damit die Konstellation sogenannter Gesellschafterdarlehen. Diese werden im Bereich geschlossener AIF an Zweck- oder Objektgesellschaften vergeben. Der AIF hält dabei häufig eine Beteiligung von 90 oder sogar 100 Prozent.

Darlehen an solche „AIF-eigenen“ Gesellschaften sind nicht zu vergleichen mit der unter § 285 Abs. 2 KAGB-E neu geregelten Darlehensvergabe an „fremde“ Dritte. Während durch Letztere eine neue Assetklasse „Kreditfonds“ für institutionelle Investorengruppen in das KAGB eingeführt wird, dienen Gesellschafterdarlehen allein der internen Finanzausstattung eines AIF und seiner Zweckgesellschaft. Der eigentliche Investitionsgegenstand, bspw. die Immobilie, bleibt der Gleiche. Durch das Gesellschafterdarlehen wird die den Investitionsgegenstand haltende Zweckgesellschaft (zumindest teilweise) mit Fremdkapital ausgestattet.

Eine solche Fremdkapitalausstattung bietet dem AIF mehr Flexibilität, um auf kurzfristige Gegebenheiten zu reagieren, etwa bei Schließung einer Finanzierungslücke oder im Hinblick auf die kurzfristige Wahrnehmung einer Investitionsmöglichkeit. Anders als eine Erhöhung des Gesellschafterkapitals muss eine Ausreichung von Gesellschafterdarlehen bspw. nicht im Handelsregister eingetragen werden.

Durch Gesellschafterdarlehen werden im Gegensatz zu Eigenkapital abzugsfähige Zinszahlungen erzielt. Viele Investitionen rechnen sich erst durch den Abzug solcher Zinszahlungen. Für institutionelle Investoren (z.B. Versicherungen und Pensionskassen sowie Versorgungswerke) ist es zudem in handelsrechtlicher Hinsicht von wesentlicher Bedeutung, planbare und stabile, als handelsrechtlichen Ertrag zu wertende Zinserträge verbuchen zu können. Dies kann durch fixierte Zinsen aus Gesellschafterdarlehen erreicht werden.





Gesellschafterdarlehen an Zweckgesellschaften bedeuten dem gegenüber keine zusätzlichen Risiken für den AIF, der bedingt durch die Mehrheitsbeteiligung – und damit anders als bei Darlehen an „fremde“ Drittunternehmen - wirtschaftlich auf beiden Seiten des Darlehens steht, also zugleich Darlehensgeber und Darlehensnehmer ist.

Vor diesem Hintergrund betrachten wir die Erfassung von Gesellschafterdarlehen als Gelddarlehen innerhalb des § 285 Abs. 3 KAGB-E kritisch. Die Vorgaben des § 285 Abs. 3 KAGB-E erscheinen insgesamt überdimensioniert und in der konkreten Ausgestaltung als zu komplex.

Gleichwohl erkennen wir an, dass § 285 Abs. 3 KAGB-E gegenüber der Fassung des Referentenentwurfs flexibler ausgestaltet wurde und dadurch praxisgerechter ist. Sofern der Gesetzgeber an einer Regulierung von Gesellschafterdarlehen als Gelddarlehen festhält, sollte § 285 Abs. 3 KAGB-E aber zumindest punktuell noch angepasst werden (s. die nachfolgenden Ausführungen unter a.).

Als grundlegend problematisch erachten wir das Fehlen von Bestandsschutzregelungen für geschlossenen Investmentvermögen, bei denen die Vergabe von Gesellschafterdarlehen unter aktueller Rechtslage von der BaFin bisher als zulässige Tätigkeit betrachtet wurde (s. die nachfolgenden Ausführungen unter b.). Auch für vor dem Inkrafttreten des KAGB aufgelegte Altfonds fehlt es noch an einer Bestandsschutzregelung (s. die nachfolgenden Ausführungen unter c. und d.).

Weitere Petiten finden sich zu § 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB-E und § 34 Abs. 6 KAGB-E (s. die nachfolgenden Ausführungen unter e. und f.).

Im Einzelnen:

a. Verhältnis Gesellschafterdarlehen zu Anschaffungskosten (§ 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 KAGB-E)

Gemäß der Alternative des § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 KAGB-E dürfen Gesellschafterdarlehen nicht die Anschaffungskosten der Beteiligung an der Zweck- bzw. Objektgesellschaft überschreiten. Diese bereits im Referentenentwurf zum OGAW-V-UmsG enthaltene Regelung war von Seiten der Fondsverbände als deutlich zu eng kritisiert worden. Durch die Anpassungen im Regierungsentwurf ist diese Vorgabe nicht mehr zwingend einzuhalten. Handelt es sich bei der Zweck- oder Objektgesellschaft um ein Tochterunternehmen (§ 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 KAGB-E) oder wird das Darlehen als Nachrangdarlehen ausgestaltet (§ 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB-E), kommt es auf das Verhältnis des Darlehens zu den Anschaffungskosten der Gesellschaft nicht mehr an. Die neu in das Gesetz aufgenommenen Alternativen sind grundsätzlich praxistauglicher.

Dies gilt allerdings nicht für sämtliche Gestaltungen von Investmentvermögen: Bei Konzepten mit Co-Investoren, die gemeinsam mit einem geschlossenen AIF eine Investition über eine Zweck- oder Objektgesellschaft in einen Zielfonds tätigen, kommen die Alter-



nativen des § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 und 2 KAGB-E kaum in Frage. Denn zum einen wird die Zweck- oder Objektgesellschaft im Rahmen solcher Co-Investments mangels beherrschenden Einflusses des AIF regelmäßig nicht als Tochterunternehmen qualifizieren (§ 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 KAGB-E). Zum anderen wird sich der Co-Investor in der Praxis zu meist nicht auf lediglich nachrangige Darlehen im Sinne des § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB-E einlassen wollen. Im Rahmen von Co-Investments vergebene Gesellschafterdarlehen müssten sich daher an der Alternative des § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 KAGB-E bemes sen, d.h. sie dürften der Höhe nach nicht die Anschaffungskosten überschreiten.

Dies würde Modelle mit Co-Investoren, bei denen üblicherweise mehr als 50 Prozent als Fremdkapital in eine Zweckgesellschaft eingebracht werden, faktisch nicht mehr mög lich machen. Ein an eine Zweckgesellschaft vergebenes Gesellschafterdarlehen sollte für diese Konstellationen auch höher als die Anschaffungskosten sein dürfen. Gleich wohl verstehen wir, dass an einer quantitativen Begrenzung festgehalten wird. Diese sollte dann jedoch verhältnismäßig sein. Wir würden eine solche Grenze als angemessen und zugleich den praktischen Bedürfnissen entsprechend erachten, wenn die gewährten Gesellschafterdarlehen maximal dreimal so hoch sein dürften wie die Anschaffungskos ten.

**Petition:**

Wir schlagen vor, § 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 KAGB-E wie folgt zu ändern:

3. die den jeweiligen Unternehmen gewährten Darlehen überschreiten nicht **das Dreifache** der Anschaffungskosten der an dem Unternehmen gehaltenen Beteiligungen.

**b. Fehlende Bestandsschutzregelung für vor dem 18. März 2016 aufgelegte geschlossene AIF**

Für die Neuregelungen zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen nach § 261 Abs. 1 Nr. 8, 285 Abs. 3 KAGB-E sind Bestandsschutzregelungen notwendig. Diese lässt der Entwurf gänzlich vermissen.

Durch geschlossene Publikums-AIF und Spezial-AIF vergebene Gesellschafterdarlehen unterlagen bisher keinerlei volumenmäßigen Beschränkungen, wie sie nun durch § 285 Abs. 3 KAGB-E vorgesehen sind. Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF, welche die (uneingeschränkte) Vergabe von Gesellschafterdarlehen vorsahen, sind dem entsprechend von der BaFin unbeanstandet geblieben und gemäß § 267 KAGB genehmigt worden. Diese Verwaltungspraxis stand dabei im Einklang mit den geltenden Vor schriften des KAGB. Insbesondere das in § 93 Abs. 4 KAGB enthaltene Darlehensverbot gerade war gemäß §§ 140 Abs. 3, 149 Abs. 2 KAGB gerade nicht auf geschlossene AIF anwendbar. Auch eine die Vergabe von Gesellschafterdarlehen einschränkende Bestim mung wie sie in § 240 KAGB für offene Immobilienfonds vorgesehen ist, fehlte bisher für geschlossene AIF.

Durch das OGAW-V-UmsG ist die Vergabe von Gesellschafterdarlehen zwar sowohl für geschlossene Spezial-AIF als auch für geschlossene Publikums-AIF grundsätzlich wei-

terhin zulässig, jedoch unter den einschränkenden Vorgaben des § 285 Abs. 3 KAGB-E (s.o.). Diese Vorgaben sind und konnten bei den bisherigen Fondskonzepten nicht antizipiert werden. Sie benötigen daher Bestandsschutz.

Ohne eine die bisherige Verwaltungspraxis berücksichtigende Bestandsschutzregelung müssten geschlossene AIF ihre Anlagebedingungen mit Inkrafttreten des OGAW-V-UmsG an die Vorgaben des § 285 Abs. 3 KAGB-E anpassen. Dies würde in der Praxis erhebliche Schwierigkeiten mit sich bringen, etwa im Hinblick auf die nunmehr geforderte Begrenzung der Darlehenshöhe auf 30 Prozent des Investitionskapitals (§ 285 Abs. 3 S. 1 KAGB-E) oder im Hinblick auf die Vorgabe zur Ausgestaltung als Nachrangdarlehen (§ 285 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB-E). Hierdurch bedingte Umstrukturierungen könnten die Konzeption und Rentabilität des Investmentvermögen in Frage stellen und würden damit letztlich zulasten der Anleger gehen.

**Petition:**

Aus den genannten Gründen sollte folgende Bestandsschutzregelung in das OGAW-UmsG aufgenommen werden:

**§ 353b Übergangsvorschrift zu den §§ 261 Abs. 1 Nr. 8, 285 Abs. 3 KAGB**

**Auf geschlossene AIF, die vor dem 18. März 2016 aufgelegt wurden, sind die §§ 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB, 285 Abs. 3 KAGB nicht anzuwenden.**

c. Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch Altfonds im Sinne des § 353 Abs. 4 KAGB

Die Vorschrift des § 353 Abs. 4 KAGB betrifft vor dem Inkrafttreten des KAGB (22. Juli 2013) aufgelegte geschlossene Altfonds, die durch zusätzliche Investitionen nach Ablauf des Stichtages teilweise in den Anwendungsbereich des KAGB fallen. Durch das OGAW-UmsG sollen diese Altfonds die Vorgaben zur Darlehensvergabe nach §§ 261 Abs. 1 Nr. 8, 285 Abs. 2 und 3 KAGB zu beachten haben.

Die Aufnahme dieser Regelungen in § 353 Abs. 4 KAGB steht im Widerspruch zur systematischen Ausrichtung dieser Vorschrift. So wird für die von § 353 Abs. 4 KAGB erfassten Altfonds lediglich die Anwendung der Managerregeln der AIFM-Richtlinie angeordnet. Die durch den nationalen Gesetzgeber in das KAGB aufgenommenen Produktregelungen des § 261 ff. KAGB sind für diese Altfonds gerade nicht anwendbar. Dies muss für die nationalen Produktregelungen zur Darlehensvergabe genauso gelten. Es wäre nicht nachvollziehbar, wenn diese Altfonds, die unter dem für sie ursprünglich geltenden Recht bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen an keinerlei aufsichtsrechtliche Vorgaben gebunden waren, nunmehr Jahre später die Regelungen zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen nach §§ 261 Abs. 1 Nr. 8, § 285 Abs. 3 KAGB zu beachten hätten. Die unter Buchstabe c. dargelegten Verwerfungen durch erforderliche Umstrukturierungen dürften für diese Altfonds bei Bestehenbleiben dieser Regelungen noch stärker ins Gewicht fallen.



**Petitum:**

§ 353 Abs. 4 KAGB-E sollte daher wie folgt geändert werden:

Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nicht die Voraussetzungen des § 2 Absatz 4, Absatz 4a, Absatz 4b oder Absatz 5 erfüllen und die geschlossene inländische AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 Anlagen tätigen, gelten ab Eingang des Erlaubnisanspruchs gemäß § 22 bei der Bundesanstalt für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF nur die §§ 1 bis ~~20 Absatz 7, §§ 21 bis~~ 43, 53 bis 67, 80 bis 90, 158 Satz 1 in Verbindung mit § 135 Absatz 7 und 8, § 158 Satz 2, § 160 Absatz 4, § 261 ~~Absatz 1 Nummer 8 und~~ Absatz 7, § 263 Absatz 2, die §§ 271, 272, 274, ~~285 Absatz 2 und 3, §§~~ 286 bis 292, 300, 303, 308 und 339 bis 344, 352 bis 354 entsprechend.

**Begründung:**

Die Streichung der §§ 261 Abs. 1 Nr. 8, 285 Abs. 2 und 3 KAGB erfolgt aus den o.g. Gründen. Darüber hinaus sind die Absätze 8 bis 10 des § 20 KAGB aus dem Anwendungsbereich des § 353 Abs. 4 KAGB zu nehmen, da diese die Darlehensvergabe als Bestandteil der kollektiven Vermögensverwaltung für die AIF-KVG regeln und damit aus den genannten Gründen im Rahmen des § 353 Abs. 4 KAGB ebenfalls nicht einschlägig sein sollten.

d. Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch Altfonds im Sinne des § 353 Abs. 5 KAGB

§ 353 Abs. 5 KAGB entspricht der Vorschrift des § 353 Abs. 4 KAGB, bezieht sich allerdings auf AIF, die lediglich von einer registrierten KVG im Sinne des § 2 Abs. 5 KAGB verwaltet werden. Die Ausführungen zum mangelnden Bestandsschutz zu § 353 Abs. 4 KAGB gelten hier sinngemäß. Im Unterschied zu § 353 Abs. 4 KAGB-E – und insofern in sich widersprüchlich – ordnet § 353 Abs. 5 KAGB-E nicht die Anwendung der § 261 Abs. 1 Nr. 8, 285 Abs. 2 und 3 KAGB an. Insofern bedarf es hier keiner Streichung.

Die auch hier nicht gebotene Anwendung der Vorschriften zur Darlehensvergabe ergibt sich aber durch die angeordnete Anwendung der §§ 1 bis 17 KAGB. So verweist der hierin mit erfasste § 2 Abs. 5 KAGB-E unter den Ziffern 2. und 8. auf die Vorschriften zur Vergabe von Gelddarlehen gemäß § 20 Abs. 9 und 10 KAGB.

**Petitum:**

Die genannten Ziffern sind daher entsprechend des obigen Vorschlages aus § 353 Abs. 5 KAGB herauszunehmen.

e. Verortung von Gesellschafterdarlehen in § 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB-E

Durch Verweis in § 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB-E auf den entsprechend anzuwendenden § 285 Abs. 3 KAGB-E können Gesellschafterdarlehen auch durch geschlossene Publikums-



AIF vergeben werden. Der Sache nach unterstützen wir die Aufnahme dieser im Referentenentwurf noch nicht enthaltenen Regelung in den Regierungsentwurf. Nicht nachvollziehbar ist allerdings die systematische Verortung im Katalog der für geschlossene Publikums-AIF erwerblichen Vermögensgegenstände des § 261 Abs. 1 KAGB.

Wie dargelegt handelt es sich bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen um ein Instrument der Finanzausstattung von Zweck- und Objektgesellschaften und nicht um eine Investition in einen Vermögensgegenstand. Ein geschlossener Publikums-AIF, der Gesellschafterdarlehen an Zweck- oder Objektgesellschaften ausreicht, hält stets eine Beteiligung an dieser. Allein der Erwerb dieser Beteiligung stellt die Investition im Sinne des § 261 Abs. 1 Nr. 3 KAGB dar, nicht die Gewährung des Gesellschafterdarlehens. Die vorliegende Gesetzesfassung würde dazu führen, dass im Falle der Vergabe eines Gesellschafterdarlehens sowohl die Nr. 3 als auch die Nr. 8 des § 261 Abs. 1 KAGB erfüllt sein würde. Eine kumulative Erfüllung zweier Alternativen des § 261 Abs. 1 KAGB widerspricht jedoch dem abschließenden Charakter des Kataloges, dessen Alternativen sich gegenseitig ausschließen.

**Petition:**

Aufgrund dieser systematischen Ungereimtheit und des bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen fehlenden Charakters einer Investition in einen Vermögensgegenstand schlagen wir vor, diese nicht in § 261 Abs. 1 KAGB, sondern in einem neuen § 261 Abs. 9 KAGB zu regeln.

f. Anwendung des Millionenkreditmeldeverfahrens nach § 34 Abs. 6 KAGB-E

Anders als noch der Referentenentwurf zum OGAW-V-UmsG ist im Regierungsentwurf ein neuer § 34 Abs. 6 KAGB enthalten. Durch diesen soll das für Kreditinstitute geltende Millionenkreditmeldeverfahren nach § 14 KWG für AIF, für deren Rechnung AIF-KVGen Gelddarlehen vergeben bzw. unverbriefte Darlehensforderungen in Millionenhöhe erwerben, entsprechend anzuwenden sein. § 14 KWG dient dazu, sowohl die Bundesbank über die Kreditvergabeaktivitäten beaufsichtigter Institute zu informieren als auch im Gegenzug dem Interesse der Kreditinstitute über Struktur und Gesamtverschuldung größerer Kreditnehmern in Kenntnis gesetzt zu werden.

Für Einlagenkreditinstitute ist das Millionenkreditverfahren unzweifelhaft eine sinnvolle Einrichtung. Insbesondere etwaige Risiken für die Einlagen der Bankkunden können auf diese Weise besser beurteilt werden. Von Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltete geschlossene AIF verwalten jedoch keine Einlagen, sondern ausschließlich haftendes Anleger-Eigenkapital. Insbesondere im Falle von Gesellschafterdarlehen, bei denen der Kreditnehmer – die „AIF-eigene“ Zweckgesellschaft – bekannt ist und „im Lager“ des AIF steht, erscheint eine Anwendung des § 14 KWG zudem nicht zweckmäßig.

**Petition:**

§ 34 Abs. 6 KAGB sollte daher ersatzlos gestrichen werden.



## 2. Neue Bemessungsgrundlage für die §§ 261 Abs. 4, 262 Abs. 1 Nr. 1, 263 Abs. 1 und 4 KAGB

### a. Grundsätzliche Anmerkungen

Die o.g. Vorschriften bestimmen für geschlossene Publikums-AIF Obergrenzen für die Eingehung von Fremdwährungsrisiken, zu den Vorgaben für die Verteilung von Sachwerten innerhalb der erforderlichen Risikomischung sowie zu der Aufnahme von Fremdkapital. Nach aktueller Rechtslage sind als Bemessungsgrundlage entweder der Wert der vom AIF gehaltenen Vermögensgegenstände (Bruttowert) bzw. der Wert des AIF (Nettoinventarwert) heranzuziehen. Durch das OGAW-V-UmsG soll innerhalb dieser Regelungen zukünftig nicht mehr der Wert zugrunde gelegt werden, sondern das zu Investitionszwecken zur Verfügung stehende Kapital. Wir unterstützen diesen Ansatz.

Nach geltendem Recht ist die Einhaltung der genannten Anlagegrenzen bei unvorhersehbaren Wertveränderungen der Vermögensgegenstände nur schwer steuerbar. Geschlossene Investmentvermögen sind dadurch gekennzeichnet, dass ihre Investitionsobjekte zumeist von Beginn an feststehen und über ihre Lebenszeit regelmäßig keine weiteren bzw. nur wenige Kauf- und Verkaufsvorgänge stattfinden. Der Spielraum, auf veränderte Marktwerte zu reagieren, ist daher auf ein Minimum begrenzt. Durch Abstellen auf das zu Investitionszwecken zur Verfügung stehende Kapital und damit auf eine zu einem bestimmten Stichtag feststehende, nicht schwankende Größe, können diese Unwägbarkeiten zukünftig vermieden werden. Für alle Beteiligten bedeutet dies mehr Rechtssicherheit.

Allerdings wirft der konkrete Wortlaut dieser an die Vorgaben der europäischen Verordnungen zu ELTIF, EuVECA und EuSEF angelehnte Bemessungsgrundlage im Einzelnen Auslegungsfragen auf. Dies betrifft konkret die Positionen, die vom „für Anlagen zur Verfügung stehenden, aggregierten eingebrachten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapital“ dem Wortlaut nach abzuziehen sind. Unklar ist, welche „direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen“ im Einzelnen gemeint sind. Auch über welchen Zeitraum diese beachtet werden müssen, ist ungeklärt. Aufwendungen, die bspw. durch Bewertungen anfallen, können zudem häufig im Vorfeld gar nicht beziffert werden.

Um dem gesetzgeberischen Ziel einer rechtssicheren und handhabbaren Bemessungsgrundlage auch in der konkreten Umsetzung gerecht zu werden, ist eine klare und praxisgerechte Verwaltungspraxis unerlässlich. Angesichts des durch die neue Bezugsgröße erforderlichen Anpassungsbedarfs in den KVGen ist eine frühzeitige Auseinandersetzung der Finanzaufsicht mit ihr unbedingt geboten.

### b. Übergangsregelung des § 353a KAGB

Nach § 353a KAGB-E soll die neue Bemessungsgrundlage in den §§ 261 ff. KAGB erst für nach Inkrafttreten aufgelegte geschlossene Publikums-AIF gelten. Wir befürworten diese Regelung, da sie Kapitalverwaltungsgesellschaften bestehender Publikums-AIF nicht zu möglicherweise schwer darstellbaren Anpassungen zur Einhaltung der Fremd-





kapitalgrenze, der Risikomischung oder der Fremdwährungsgrenze zwingt. Anders als noch nach dem Referentenentwurf vom 4. Juli 2014 enthält die Vorschrift in Satz 2 nunmehr aber auch ein Optionsrecht, nach der bestehende geschlossene Publikums-AIF ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens freiwillig auf die neue Bemessungsgrundlage umstellen können. Eine solche Option ist vor allem aus wettbewerblicher Sicht zu unterstützen.

**Petition:**

Vom konkreten Wortlaut erscheint § 353 S. 2 KAGB-E allerdings noch ungenau. Wir schlagen folgende redaktionelle Klarstellung vor:

Dies gilt nicht, wenn die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für einen geschlossenern inländischen Publikums-AIF, der vor dem 18. März 2016 aufgelegt wurde, die Anwendung der in Satz 1 genannten Vorschriften beschließt.

### III. Weiterer Anpassungsbedarf

Über den Regierungsentwurf zum OGAW-V-UmsG hinaus möchten wir auf nachfolgende Ungereimtheiten im KAGB und in weiteren relevanten Gesetzen hinweisen, für die anlässlich des OGAW-V-Umsetzungsverfahrens eine gesetzliche Anpassung unbedingt noch Berücksichtigung finden sollte (Ziffern 1. und 2.). Schließlich möchten wir auf grundsätzliche Probleme im Zusammenhang mit Widerrufsrechten bei geschlossenen AIF hinweisen, aufgrund derer wir die Einführung eines spezialgesetzlichen Widerrufsrechts als notwendig erachte (Ziffer 3).

#### 1. Aktivierung von Anschaffungsnebenkosten nach § 271 Abs. 1 Nr. 2 KAGB

Für geschlossene Publikums-AIF gilt nach § 271 Abs. 1 Nr. 2 KAGB die Besonderheit, dass bei der Bewertung der von ihnen gehaltenen Vermögensgegenstände Anschaffungsnebenkosten gesondert unter einem eigenen Bilanzposten anzusetzen und über die voraussichtliche Dauer der Zugehörigkeit zum Investmentvermögen, längstens jedoch über zehn Jahre, abzuschreiben sind. Dem Wortlaut der Vorschrift zufolge gilt dies allerdings nur für den Fall, dass der geschlossene Publikums-AIF direkt in einen Sachwert im Sinne des § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB (wie insbesondere in eine Immobilie) investiert ist. Erfolgt die Investition – wie in der Praxis häufig üblich – indirekt über eine Objekt- oder Zweckgesellschaft, ist der gesonderte Ansatz und die Abschreibung der Anschaffungsnebenkosten nicht möglich.

Diese Unterscheidung bei der Bewertung von Sachwerten geschlossener Publikums-AIF führt zu einer sachlich nicht nachvollziehbaren, bilanziellen Schlechterstellung des Beteiligungserwerbs gegenüber dem direkten Erwerb. Konkret kann dies zu einer erheblichen Abweichung beim jährlich zu ermittelnden Nettoinventarwert zur Folge haben.

Insbesondere durch Vergleich mit den entsprechenden Bewertungsvorschriften für offene Immobilien-Sondervermögen wird zudem deutlich, dass diese Ungleichbehandlung ungewollt zu sein scheint und vermutlich auf einen redaktionellen Fehler zurückzu-



führen ist. Denn anders als bei geschlossene Publikums-AIF gilt der bei offenen Immobilien-Sondervermögen ebenso vorgesehene gesonderte Ansatz der Anschaffungsnebenkosten sowohl im Falle des Direkterwerbs von Immobilien als auch für die Konstellation des mittelbaren Erwerbs über eine Immobilien-Gesellschaft (vgl. die dem § 271 Abs. 1 Nr. 2 KAGB entsprechende Vorschrift des § 248 Abs. 3 KAGB).

### **Petitum:**

Diese vor allem gegenüber offenen Immobilien-Sondervermögen nicht zu rechtfertigende Ungleichbehandlung innerhalb des § 271 Abs. 1 Nr. 2 KAGB sollte daher wie folgt behoben werden:

Bei Vermögensgegenständen im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 1 **und 3** sind die Anschaffungsnebenkosten gesondert anzusetzen und über die voraussichtliche Dauer der Zugehörigkeit des Vermögensgegenstandes, längstens jedoch über zehn Jahre in gleichen Jahresbeträgen abzuschreiben. Wird ein Vermögensgegenstand veräußert, sind die Anschaffungsnebenkosten in voller Höhe abzuschreiben.

## **2. Erweiterung der Ausnahme von der Konsolidierungspflicht bei Konzernabschlüssen in § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB**

§ 290 HGB bestimmt Kriterien, in welchen Fällen Mutterunternehmen etwaige Tochterunternehmen im Rahmen von Konzernabschlüssen zu konsolidieren haben. Maßgebend ist, ob das Mutterunternehmen beherrschenden Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausübt. Die Kriterien für das Vorliegen eines beherrschenden Einflusses werden in § 290 Abs. 2 HGB katalogartig konkretisiert. § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB bestimmt dabei den beherrschenden Einfluss über Zweckgesellschaften. In den Konsolidierungskreis demnach einzubeziehende Zweckgesellschaften können danach u.a. auch unselbständige Sondervermögen des Privatrechts sein.

§ 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB nimmt hiervon allerdings solche Sondervermögen aus, die als offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne des § 284 KAGB aufgelegt werden. Vergleichbare ausländische und EU-Investmentvermögen werden ebenfalls von der Konsolidierungspflicht befreit.

Es ist nicht nachvollziehbar, warum diese Ausnahme nicht zugleich für als Investmentkommanditgesellschaft oder Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital aufgelegte geschlossene Spezial-AIF Anwendung findet. Die Beschränkung auf die genannten Sondervermögen führt in der Praxis zu einem nicht zu rechtfertigenden wettbewerblichen Nachteil für geschlossene Spezial-AIF: So ist für konzernabschlusspflichtige institutionelle Investoren, wie beispielsweise große Versicherungen, für die Wahl des Anlagevehikels die Ausnahme von der Konsolidierungspflicht in § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB häufig ausschlaggebend.

Diese wettbewerbliche Benachteiligung zwischen offenen und geschlossenen Spezial-AIF sollte unbedingt behoben und die Ausnahme in § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB auf in der



Rechtsform der Investmentkommanditgesellschaft und der Investmentaktiengesellschaft aufgelegte Spezial-AIF erweitert werden.

### 3. Spezialgesetzliches Widerrufsrecht für geschlossene Investmentvermögen

Für die Beteiligung an geschlossenen AIF gelten die Widerrufsrechte nach den Vorschriften des BGB (s. § 305 Abs. 7 KAGB). Dies unterscheidet sie von offenen AIF, für die in § 305 Abs. 1 bis 6 KAGB ein spezialgesetzliches Widerrufsrecht geregelt ist. Die Anwendung der allgemeinen Vorschriften des BGB auf geschlossene Investmentvermögen führt nicht zuletzt durch die umfangreiche Rechtsprechung seit jeher zu großer Rechtsunsicherheit bei den Unternehmen.

Unklar ist bspw. wie mit der Rechtsprechung zu der in den Musterbausteinen in Anlage 3 zu Artikel 246b § 2 Absatz 3 EGBGB vorgesehenen Rechtsfolgenbelehrung umzugehen ist (vgl. dazu insbes. BGH Urteil v. 18.3.2014 II ZR 109/13 m.w.N.). Auch die Frage, wer im Falle einer geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft als richtiger Adressat der Widerrufsbelehrung anzugeben ist, führt zu Unsicherheiten. Angesichts des Umstandes, dass bei Verwendung einer fehlerhaften Widerrufsbelehrung ein Widerrufsrecht unbefristet und damit über die gesamte Laufzeit des geschlossenen AIF ausgeübt werden könnte, ist das Bedürfnis nach Rechtssicherheit in dieser Frage für das Investmentvermögen und seine Anleger von großer Bedeutung.

Vor diesem Hintergrund setzen wir uns für die Einführung eines spezialgesetzlichen Widerrufsrechts auch für geschlossene Investmentvermögen ein.

Berlin, den 7. Januar 2016

Frederik Voigt  
Rechtsanwalt  
Abteilungsleiter  
Abteilung Finanzaufsicht, Recht, Steuern



**Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zur Anhörung im Finanzausschuss des deutschen Bundestages zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen – BT-Drucksache 18/6744 –**

Der vorliegende Gesetzesentwurf setzt Vorgaben der OGAW-V-Richtlinie (Richtlinie 2014/91/EU) um. Darüber hinaus werden zusätzliche Änderungen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vorgenommen, die vor allem die Regulierung von Kreditfonds in Deutschland betreffen. Nach dem Finanzstabilitätsgesetz obliegt der Deutschen Bundesbank die laufende Analyse der für Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte sowie die Identifizierung und Bewertung von Risiken für die Finanzstabilität. Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen und dies gerade auch in Stresssituationen und Umbruchphasen. Makroprudenzielle Überwachung durch die Deutsche Bundesbank hat das Ziel, systemische Risiken frühzeitig zu erkennen und die Widerstandskraft des Finanzsystems zu stärken. In unserer Stellungnahme gehen wir ausschließlich auf die geplanten Regelungen für Kreditfonds ein und bewerten sie aus makroprudenzieller Sicht.

Aus makroprudenzieller Sicht sollte die Zulassung von Kreditfonds keine Regulierungsarbitrage ermöglichen. Ihre Regulierung muss daher Anreize zur Ausnutzung etwaiger Vorteile insbesondere gegenüber der Regulierung von Banken entgegenwirken. Es sollte deswegen darauf geachtet werden, dass durch eine zusätzliche Kreditvergabe durch Kreditfonds oder eine Verlagerung von Aktivitäten weg von Banken hin zu den Kreditfonds keine zusätzlichen Risiken entstehen. Gleichzeitig müssen aber auch Besonderheiten von Kreditfonds gegenüber dem klassischen Bankengeschäft berücksichtigt werden.

1. Zu der Regulierung von darlehensaufkaufenden Fonds

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung sieht umfassende regulatorische Maßnahmen vor, um die von darlehensvergebenden Fonds ausgehenden Risiken zu minimieren. Insbesondere soll zur Verhinderung von Laufzeitinkongruenzen und damit verbundenen Run-Risiken die Darlehensvergabe nur geschlossenen Spezial-AIF (Spezial-Alternative Investment Fonds) möglich sein. Darüber hinaus enthält der Regierungsentwurf für darlehensvergebende Fonds Mindestdiversifikationsvorgaben (§ 285 Abs. 2 Nr. 3 KAGB-E) sowie eine gesetzliche Begrenzung des möglichen Hebels der Verschuldung (§ 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E).

Dagegen sieht der Gesetzentwurf der Bundesregierung keine entsprechenden Regelungen für darlehensaufkaufende Fonds vor. Insbesondere sollen Fonds, die bis zu 100% ihres Wertes in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, weiterhin als offene Fonds aufgelegt werden können. Jedoch können bei dem Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen dieselben Laufzeitinkongruenzen und damit verbundenen Run-Risiken wie bei darlehensvergebenden Fonds entstehen. Da sich darlehensvergebende und darlehensaufkaufende Fonds in ihrer Risikolage nicht grundsätzlich unterscheiden, sollte die Regulierung hier materiell angeglichen sein. Für darlehensaufkaufende Fonds ergeben sich bislang Beschränkungen lediglich aus den allgemeinen und deshalb wenig präzisen Vorgaben des § 282 Abs. 2 Satz 2 KAGB, wonach die „[...] Zusammensetzung der Vermögensgegenstände des Spezial-AIF [...] im Einklang mit den für den Spezial-AIF geltenden Regelungen zur Rücknahme von Anteilen oder Aktien stehen“ muss. Diese regulatorische Ungleichbehandlung von darlehensaufkaufenden Fonds gegenüber darlehensvergebenden Fonds sehen wir im Hinblick auf mögliche Finanzstabilitätsrisiken kritisch.

Ist die Konstruktion darlehensaufkaufender Fonds als offene Fonds gewünscht, könnten aus Sicht der Bundesbank alternative Maßnahmen zur Verringerung der Laufzeitinkongruenzen und Run-Risiken erwogen werden. Eine mögliche gesetzliche Regelung steht dabei vor der Herausforderung, Vorgaben für gegebenenfalls sehr heterogene Fondstypen treffen zu müssen. So können einerseits AIF darunter fallen, die ausschließlich risikoarme Darlehenstranchen mit geringer Laufzeit aufkaufen, dabei ihr Exposure diversifizieren und keine Hebel (Leverage) einsetzen. Andererseits könnten jedoch zukünftig auch Fonds darunter fallen, die in wenige großvolumige und illiquide notleidende Kredite investieren. Um einerseits letztgenannte risikoreiche Fonds den Risiken angemessenen Vorgaben zu unterwerfen und andererseits risikoarme Fonds nicht übermäßig einzuschränken, könnte eine gesetzliche Regelung bestehend aus folgenden drei Elementen erwogen werden:

- Erstens könnten Mindest-Kündigungsfristen und Mindest-Abschläge bei einer vorzeitigen Rückgabe der Anteile gesetzlich für alle darlehensaufkaufenden Fonds eingeführt werden, sodass Run-Risiken effektiv begrenzt werden. Beide Elemente werden in der Praxis bereits von verschiedenen Fonds angewendet.
- Um angemessene Vorgaben für risikoreichere Fondskonstruktionen sicherzustellen, könnte (als Präzisierung und Ergänzung des allgemein gültigen § 282 Abs. 2 Satz 2 KAGB) die Verpflichtung eingeführt werden, dass für Fonds über die oben genannten Mindestvorgaben hinausgehende Vorgaben eingehalten werden müssen. Dabei könnte vorgesehen werden, dass die Kündigungsfristen, Abschläge und gegebenenfalls weiteren Einschränkungen bei dem jeweiligen Fonds im Einklang mit seiner Restlaufzeit sowie dem Risiko der aufkaufbaren Darlehensforderungen, dem potenziellen Anlegerkreis, dem Liquiditätsmanagement sowie dem möglichen Hebel stehen müssen. Weitere Präzisierungen könnten in Verwaltungsvorschriften der BaFin erfolgen.
- Schließlich könnte – wie in § 215 Abs. 2 KAGB (Leverage) und § 98 Abs. 3 KAGB (Aussetzung der Rücknahme) – der BaFin die Befugnis gegeben werden, darüber

hinausgehende Kündigungsfristen, Abschläge und ggf. andere Einschränkungen anzuordnen.

Bei darlehensaufkaufenden Fonds könnte darüber hinaus – ähnlich wie bei Verbriefungen – ein verpflichtender Selbstbehalt der Fronting-Bank (eine Bank die im Auftrag des Fonds einen Kredit vergibt und diesen anschließend an den Fonds veräußert) eingeführt werden, um der Entstehung von Fehlanreizen bei der Kreditvergabe durch Fronting-Banken entgegen zu wirken. Dadurch könnte sichergestellt werden, dass die Bank angemessene Kreditvergabe-standards verwendet und so im Interesse des Fonds und damit auch im Interesse seiner Anleger handelt.

## 2. Zu den Ausnahmen für Gesellschafterdarlehen

Für bestimmte Gesellschafterdarlehen soll durch § 285 Abs. 3 KAGB-E das in § 285 Abs. 2 KAGB-E vorgesehene Verbot des Einsatzes von Hebeln (Begrenzung der Kreditaufnahme auf 30% des Kapitals des AIF) aufgehoben werden. Ebenso kann nach § 285 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E die Vergabe von Gesellschafterdarlehen bei Vorliegen der in § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E enthaltenen Bedingung auch mehr als 30% des Kapitals des AIF betragen. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die in § 29 Abs. 5a KAGB-E i.V.m. den künftigen MaRisk an die Darlehensvergabe gestellten Anforderungen, die etwa eine angemessene Aufbau- und Ablauforganisation und Prozesse zur Früherkennung von Risiken vorsehen, für Gesellschafterdarlehen nicht gelten sollen.

Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass damit den praktischen Bedürfnissen insbesondere in den Bereichen Private Equity und Venture Capital sowie zur Strukturierung über Zweckgesellschaften Rechnung getragen werden soll. Des Weiteren soll durch die in der Regelung enthaltenen Bedingungen sichergestellt werden, dass die Finanzmarktrisiken, die die Beschränkungen unter Absatz 2 rechtfertigen, hier nicht bestehen oder jedenfalls deutlich verringert sein sollen. Mit Blick auf die in Nr. 1 bis 3 normierten Bedingungen, von denen eine erfüllt sein muss, wird angenommen, dass hinsichtlich der in Nummern 1 (Tochterunternehmen) und 2 (Rangrücktrittsklausel) geregelten Bedingungen die Gefahr eines exzessiven Kreditwachstums und der Regulierungsarbitrage begrenzt sind. Vor diesem Hintergrund können Privatanleger in solche kreditgewährenden AIF investieren.

Mit dem Ziel, dass Finanzmarktrisiken möglichst vermieden werden sollen, wäre aus unserer Sicht vorzuziehen, keine Ausnahmen vom Verbot des Leveraging für Gesellschafterdarlehen vorzusehen oder zumindest die Darlehensvergabe im Rahmen von § 285 Abs. 3 S.2 KAGB-E zu begrenzen. Bei Beibehalten der vorgesehenen Regelung sollte deren Anwendung kritisch überprüft werden.



### 3. Zur Datenlage bei Kreditfonds bei der Ausübung des makroprudenziellen Mandats

Die durch § 34 der OGAW-V-Richtlinie vorgesehene Ausweitung des Millionenkreditmeldeverfahrens nach § 14 KWG ist aus makroprudenzieller Sicht zu begrüßen. Die Gesetzesänderung steht im Einklang mit der Schaffung eines konsistenten Regulierungsrahmens bei Banken, Versicherern und Investmentfonds. Insbesondere die Gleichbehandlung der Gewährung von Gelddarlehen und dem Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen greift den Grundgedanken der identischen Risikolage beider Kreditformen auf und sollte zukünftig auch an anderen Stellen der Regulierung zum Ausdruck kommen (siehe hierzu auch Punkt 1 „Zu der Regulierung von darlehensaufkaufenden Fonds“). Die Möglichkeiten der makroprudenziellen Überwachung der Kreditaktivitäten von AIF werden deutlich verbessert. Durch die Meldung einzelner Kreditpositionen können sich aufbauende Kreditrisiken im Fondssektor gegenüber Kreditnehmern oder Sektoren, beispielsweise im Immobilien- oder Schifffahrtssektor, identifiziert werden. Die vorgesehenen Großkreditmeldungen sind eine notwendige Ergänzung zu den bestehenden Meldeverpflichtungen im KAGB (AIFMD-Berichtswesen) und der Statistik über Investmentvermögen.

## Stellungnahme

des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft

zum Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein  
Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen

**BT-Drucksache 18/6744**

**Gesamtverband der Deutschen  
Versicherungswirtschaft e.V.**

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel.: +49 30 2020-5440  
Fax: +49 30 2020-6440

51, rue Montoyer  
B - 1000 Brüssel  
Tel.: +32 2 28247-30  
Fax: +32 2 28247-39

Ansprechpartner:

**Tim Ockenga**  
Leiter Kapitalanlagen  
E-Mail: [t.ockenga@gdv.de](mailto:t.ockenga@gdv.de)

**Sandra Blösser**  
Kapitalanlagen  
Leiterin Gruppe Investmentvermögen  
E-Mail: [s.blösser@gdv.de](mailto:s.blösser@gdv.de)

[www.gdv.de](http://www.gdv.de)



## Zusammenfassung

Die deutsche Versicherungswirtschaft stellt die größte Gruppe institutioneller Fondsanleger in Deutschland dar. Mit 411 Mrd. Euro entfallen fast 30 % der 1,49 Billionen Euro Kapitalanlagen deutscher Versicherer auf Fondsinvestments. Insbesondere offene Spezialfonds haben sich hierbei als zuverlässiges und flexibles Anlageinstrument bewährt. Aufgrund der sich wandelnden Anlagebedürfnisse im Niedrigzinsumfeld nimmt ihre Bedeutung für die Kapitalanlage der Versicherer weiter zu.

Es ist daher ausdrücklich zu begrüßen, dass der Regierungsentwurf die noch im Referentenentwurf vorgesehenen Anlagegrenzen für Investitionen offener Spezial-AIF in unverbriefte Darlehensforderungen nicht mehr enthält. Die Möglichkeit der Investition in reine Kreditfonds, ist eine notwendige Voraussetzung dafür, dass Versicherer über Fondsinvestments zielgerichtet Anlagen in Infrastruktur tätigen können.

Kritisch ist hingegen zu bewerten, dass offene Spezial-AIF nunmehr von den Erleichterungen zur Restrukturierung von Darlehen ausgenommen werden sollen. Hierdurch werden die Handlungsmöglichkeiten offener Kreditfonds unangemessen eingeschränkt und neue Hindernisse für die auch politisch explizit gewünschten Investitionen der Versicherer in Infrastruktur geschaffen. Die Versicherungswirtschaft plädiert daher für eine Anpassung des Gesetzentwurfes in folgenden Punkten:

**1. Ausweitung der in § 20 Absatz 9 KAGB-E geschaffenen Erleichterungen zur Restrukturierung von Darlehen auf offene Spezial-AIF**

Auch bei offenen Spezial-AIF sollte nach dem KAGB die Möglichkeit bestehen, Darlehensbedingungen erworbener Darlehen nachträglich anzupassen. Offene Spezial-AIF sollten daher mit in den Anwendungsbereich des § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E aufgenommen werden.

**2. Darlehensvergabe für offene Spezial-AIF auch außerhalb von Gesellschafterdarlehen zulassen**

Zur weiteren Verbesserung der Rahmenbedingungen für Anlagemöglichkeiten der Versicherer sollte die Möglichkeit zur Vergabe von Darlehen auch für Rechnung von offenen Spezial-AIF nach §§ 282 und 284 KAGB zugelassen werden.

## Einleitung

Fondsinvestments gewinnen als Anlageinstrument für die Kapitalanlage der Versicherer stetig an Bedeutung. So haben sich die Investitionen der deutschen Versicherer in Fonds im Zeitraum von 2011 bis Mitte 2015 um rund 125 Mrd. Euro (+43,5 %) erhöht. Im Niedrigzinsumfeld steigt der Bedarf an alternativen Investitionsmöglichkeiten weiter. Hierbei stellen offene Kreditfonds, die zu 100 % in unverbriefte Darlehensforderungen investieren können, für die Versicherer attraktive Anlagemöglichkeiten dar, da sich dadurch beständige und planbare Zahlungsflüsse abbilden lassen.

Die deutsche Versicherungswirtschaft begrüßt daher, dass der Regierungsentwurf die noch im Referentenentwurf vorgesehenen Anlagegrenzen für Investitionen offener Spezial-AIF in unverbriefte Darlehensforderungen nicht mehr enthält. Versicherern bleibt so die Möglichkeit erhalten, in reine Kreditfonds zu investieren und hierüber zielgerichtet Fondsinvestments in Infrastruktur zu tätigen.

Kritisch ist hingegen zu bewerten, dass offene Spezial-AIF nun explizit von der klarstellenden Regelung in § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB ausgenommen werden sollen, wonach die nachträgliche Änderung der Darlehensbedingungen keine Darlehensvergabe darstellt. Für offene Spezial-AIF ist somit nach dem KAGB nicht die Möglichkeit zur Restrukturierung erworbener Darlehen gegeben. Hierdurch werden die Handlungsmöglichkeiten offener Spezial-AIF erheblich eingeschränkt und neue Hindernisse für die auch politisch explizit gewünschten Investitionen der Versicherer in Infrastruktur geschaffen.

Der Gesetzentwurf sollte daher in folgenden Punkten angepasst werden:

### **1. Ausweitung der in § 20 Absatz 9 KAGB-E geschaffenen Erleichterungen zur Restrukturierung von Darlehen auf offene Spezial-AIF**

Der neu geschaffene § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E bestimmt, dass nachträgliche Änderungen der Darlehensbedingungen durch AIF nicht als Darlehensvergabe zu bewerten sind. Diese Klarstellung ist zu begrüßen. Hierdurch wird den AIF eine effektivere Verwaltung der Darlehen ermöglicht.

Hingegen erscheint die im zweiten Teilsatz von § 20 Absatz 9 Satz 2 erfolgende ausdrückliche Ausnahme offener Spezial-AIF vom Anwendungsbereich dieser Regelung nicht angemessen. **Der im Regierungsentwurf in § 20 Absatz 9 KAGB-E aufgenommene zweite Teilsatz: „dies gilt nicht für offene Spezial-AIF“ sollte daher gestrichen werden.**

Hierfür sind folgende Gründe anzuführen:

### **Möglichkeit zur nachträglichen Anpassung der Darlehensbedingungen auch für offene Spezial-AIF notwendig**

Die Notwendigkeit der aktiven Verwaltung von Darlehensforderungen durch Prolongation oder Restrukturierung, besteht für geschlossene wie für offene Kreditfonds gleichermaßen. Werden offene Kreditfonds vom Anwendungsbereich des § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB ausgenommen, sind den Möglichkeiten zur Verwaltung der Darlehen regulatorisch enge Grenzen gesetzt.

Kreditfonds müssen im Fall von Restrukturierungsbedarf handlungsfähig bleiben und Maßnahmen wie eine Änderung der Tilgungsleistungen oder der Zinslasten einleiten können. Da eine entsprechende Anpassung der Darlehensbedingungen im Einzelfall sehr aufwändig ist, kann davon ausgegangen werden, dass hiervon auch nur bei einer erheblichen Störung des Leistungsverhältnisses Gebrauch gemacht wird. Demgegenüber können entsprechende Anpassungen für Investoren wie Kreditnehmer von großer Bedeutung sein. So würde sich das Anlagerisiko für die Investoren verringern, wenn auch für offene Spezial-AIF die mit § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E geschaffenen Erleichterungen zur Restrukturierung bestünden und sich Darlehensbedingungen hiernach anpassen ließen. Gleichzeitig könnten die Kreditnehmer von einem möglichen Fortbestand ihrer Finanzierung profitieren. Vor diesem Hintergrund erscheint es nicht nachvollziehbar, dass offene Kreditfonds von dem Anwendungsbereich der Regelung ausgenommen werden sollen. Die Möglichkeit zur Anpassung der Darlehen sollte vielmehr in gleicher Weise für offene Spezial-AIF bestehen.

### **Erleichterungen aus BaFin-Verlautbarung zu Kreditfonds beibehalten**

Die Notwendigkeit, eine nachträgliche Anpassung von Darlehensbedingungen zu ermöglichen, wurde auch bereits seitens der BaFin erkannt. Entsprechend hat sie in ihrer Verlautbarung zu Kreditfonds vom 12. Mai 2015 unter Punkt IV. 2 bekannt gegeben, dass für solche AIF, für die der Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen nach dem KAGB zulässig ist, eine Restrukturierung und Prolongation dieser Darlehen zulässig sein soll. Diese geänderte Verwaltungspraxis bezieht sie ausdrücklich auch auf offene Spezial-AIF. Bis dahin hatte die Aufsicht in solchen Tätigkeiten ein erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft gesehen. Zur Begründung der neuen Sichtweise beruft sie sich auf die europäische Rechtslage sowie die aktuellen Diskussionen bei ESMA zu Kreditfonds.

Um auch für offene Kreditfonds eine effektive Verwaltung der Darlehen zu ermöglichen, wäre eine dieser geänderten Verwaltungspraxis entsprechende gesetzliche Regelung im KAGB ebenso wünschenswert wie sinnvoll.

### **Rechtssicherheit durch gesetzliche Regelung**

Mit der Regelung in § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E wird die Restrukturierung von Darlehen für AIF als originäre Tätigkeit der kollektiven Vermögensverwaltung von Kapitalverwaltungsgesellschaften anerkannt und klargestellt, dass hierin kein erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft nach KWG zu sehen ist. Hierdurch werden etwaige Konflikte mit dem KWG eindeutig gelöst und Rechtssicherheit geschaffen. Diese Rechtssicherheit wird bei Aufrechterhaltung des zweiten Teilsatzes in § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E - anders als noch im Referentenentwurf vorgesehen - zukünftig nur bezüglich entsprechender Tätigkeiten bestehen, die für geschlossene Spezial-AIF erfolgen.

Rechtssicherheit ist in gleicher Weise aber auch für offene Spezial-AIF wünschenswert. Andernfalls würden weiterhin Fragen bestehen, inwieweit einzelne dem Erwerb der Darlehen nachfolgende Restrukturierungsmaßnahmen als Änderung der Darlehensbedingungen und damit als Kreditvergabe anzusehen sind. Diesbezügliche Unsicherheiten und etwaige Graubereiche gilt es zugunsten von Rechtssicherheit zu vermeiden.

### **Keine Gefahr von „Run-Szenarien“ oder sonstigen Risiken für Finanzsystem / Angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagement**

Ausweislich der Begründung zum Gesetzentwurf werden bei offenen AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, Risiken für die Finanzmarktstabilität gesehen, die vergleichbar sind mit denen darlehensvergebender Fonds. Verwiesen wird insofern auf die Illiquidität der Forderungen und die sonst bestehende Fristeninkongruenz. Ebenso werden Run-Gefahren und die Gefahr der Ansteckung anderer AIF sowie anderer Bereiche des Finanzmarktes bei einem fire-sale illiquider Vermögensgegenstände benannt. Diese Risiken sollen neben den in § 30 KAGB enthaltenen Vorgaben an die Liquiditätssteuerung durch die fehlende Möglichkeit der Verwaltung erworbener Darlehen begrenzt werden.

Bei offenen Spezial-AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, besteht keine Gefahr von die Finanzmarktstabilität gefährdenden „Run-Szenarien“. Anteile oder Aktien von Spezial-AIF werden ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten. Als solche verfügen sie über die erforderliche Sachkunde im Marktsegment und verstehen die Anlagen und das Marktumfeld des in unverbriefte Darlehensforderungen investierenden Spezial-AIF genau. Hierbei sind sie bei Investitionen in Infrastruktur gerade an langlaufenden Anlagen interessiert, so dass kurzfristige Rückgaben von ihnen nicht zu befürchten sind.

Ein angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagement für Kreditfonds ist in qualitativer Hinsicht bereits durch die Anforderungen des KAGB, hier insbesondere der § 29 Absatz 5a KAGB-E und 30 KAGB gegeben. § 29 Absatz 5a KAGB-E erfordert von Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, die



Erfüllung von diesen Geschäften und deren Umfang angemessenen Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Hiernach ist eine Aufbau- und Ablauforganisation erforderlich, die insbesondere Prozesse für die Kreditbearbeitung, die Kreditbearbeitungskontrolle und die Behandlung von Problemkrediten sowie Verfahren zur Früherkennung von Risiken vorsieht. Zudem erfolgen die neu aufgenommenen Regelungen des § 29 Absatz 5a KAGB-E ausweislich der Gesetzesbegründung gerade vor dem Hintergrund der sich aus den Möglichkeiten der Darlehensvergabe, sowie dem Halten und der Restrukturierung von unverbrieften Darlehensforderungen ergebenden Anforderungen. Sie gewährleisten eine adäquate Steuerung der Risiken entsprechender Anlagen. Mit den Vorgaben in § 30 KAGB ist zudem eine angemessene Liquiditätssteuerung sichergestellt.

Durch die gesetzlichen Regelungen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement werden etwaige, sich aus der Illiquidität der Forderungen ergebende Risiken effektiv beschränkt. Es ist darüber hinaus nicht notwendig, offenen Spezial-AIF die in § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E vorgesehenen Erleichterungen zur Restrukturierung von Darlehen zu versagen.

#### **Benachteiligung kleiner Versicherer**

Kleine und mittlere Versicherer würden durch die Einschränkung der Handlungsmöglichkeiten offener Spezial-AIF besonders betroffen. Da sie aufgrund ihrer Größe oftmals keine Direktinvestments in Infrastrukturprojekte vornehmen können, besteht für sie über Kreditfonds die Möglichkeit, effektiv und zielgerichtet Investitionen im Bereich Infrastruktur zu tätigen.

#### **Verbesserung der Rahmenbedingungen für Infrastrukturinvestitionen institutioneller Anleger**

Dem vorliegenden Regierungsentwurf nach, sollen die im Gesetz vorgesehenen Regelungen auch dem Ziel der Bundesregierung Rechnung tragen, mehr Beteiligungskapital und private Investoren für die Finanzierung öffentlicher Infrastruktur zu gewinnen.

Investitionen in Infrastruktur lassen sich für Versicherer unter anderem über offene Kreditfonds, die in unverbrieft Darlehensforderungen investieren, abbilden. Bestehende Beschränkungen für eine effektive Verwaltung solcher Darlehen und daraus resultierende Nachteile für die Investoren ließen sich durch die Einbeziehung offener Spezial-AIF in den Anwendungsbereich von § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E beseitigen. Bleiben offene Spezial-AIF von der Neuregelung ausgenommen, verbessern sich die Rahmenbedingungen für entsprechende Infrastruktur-Fonds gerade nicht.

In diesem Fall ist davon auszugehen, dass institutionelle Anleger verstärkt in andere europäische – insbesondere Luxemburger – Fondsprodukte in diesem Segment investieren werden, bei denen entsprechende Restrukturierungsmöglichkeiten bestehen. Um die Eignung deutscher Kreditfonds

für die Kapitalanlage nicht zu gefährden, sollten die Handlungsmöglichkeiten solcher Fonds nicht unangemessen beschränkt werden.

**Um offenen Kreditfonds künftig eine effektivere Verwaltung von Darlehen zu ermöglichen, sollte der Anwendungsbereich des § 20 Absatz 9 Satz 2 KAGB-E auch offene Spezial-AIF umfassen. Teilsatz 2 der Regelung sollte daher gestrichen werden.**

## **2. Darlehensvergabe für offene Spezial-AIF nach §§ 282 und 284 KAGB auch außerhalb von Gesellschafterdarlehen zulassen**

Die gesetzlichen Neuregelungen zur Darlehensvergabe für Rechnung eines geschlossenen AIF in § 20 Absatz 9 und § 285 KAGB-E sind positiv zu bewerten. Die Versicherungswirtschaft begrüßt Erweiterungen ihrer Investitionsmöglichkeiten insbesondere vor dem Hintergrund sich wandelnder Anlagebedürfnisse im Niedrigzinsumfeld.

Die Beschränkung der Darlehensvergabe außerhalb von Gesellschafterdarlehen i.S.v. § 285 Absatz 3 KAGB-E auf geschlossene AIF ist jedoch nicht gerechtfertigt. Die zur Begründung angeführten Risiken für die Finanzmarktstabilität, insbesondere Run-Gefahren bestehen nicht. Investoren in Spezial-AIF verfügen als professionelle bzw. semi-professionelle Anleger über die erforderliche Sachkunde für Investitionen in darlehensvergebende Fonds. Darüber hinaus sind sie häufig selbst reguliert, so dass sie besonderen Anforderungen bei der Anlage in Kreditfonds unterliegen. Die Steuerung etwaiger Risiken, die sich aus der Illiquidität der Darlehen ergeben, wird über die im KAGB enthaltenen Anforderungen an ein angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagement auch für offene Spezial-AIF gewährleistet. Auch sind die Anlagerisiken für den Anleger unabhängig davon identisch, ob das Darlehen unmittelbar von der Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Fonds begeben oder „nur“ für Rechnung des Fonds erworben wurde. Ebenso ist der potenzielle Anlegerkreis identisch. Die Auflage neuer geschlossener Spezial-AIF würde zudem einen erhöhten Kostenaufwand bedeuten, ohne dass hierdurch das Anlagerisiko vermindert würde.

Der Versicherungswirtschaft würde durch die Beschränkung der Möglichkeiten zur Darlehensvergabe auf geschlossene AIF die Möglichkeit genommen, neu aufgelegte, wie auch bestehende offene Spezial-AIF zur Erweiterung ihres Anlagespektrums zu nutzen.

**Die Möglichkeit zur Darlehensvergabe sollte daher auch für Rechnung offener Spezial-AIF nach §§ 282 und 284 KAGB zugelassen werden.**

Berlin, den 11. Dezember 2015



REGIONAL PRÄSENT –  
BUNDESWEIT KOMPETENT

## Stellungnahme zum

**Regierungsentwurf eines „Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen“**  
(OGAW-V-Umsetzungsgesetz, kurz OGAW-V-UmsG; siehe [Bundestags-Drs. 18/6744](#))

### Hintergrund und zentrale Bitte:

Die Verfasser dieser Stellungnahme vertreten die betriebliche Altersversorgung (aba), berufsständische Versorgungswerke (ABV) sowie kommunale und kirchliche Versorgungs- und Zusatzversorgungskassen (AKA). Im Bereich der betrieblichen und berufsständischen Altersversorgung wurden Ende 2014 rund 650 Mrd. Euro an Kapitalanlagen verwaltet. Aufgrund der sehr langlaufenden Verpflichtungen ist der Kapitalanlagehorizont sehr langfristig. Den Infrastrukturfinanzierungen über Darlehensfonds kommt dabei eine zunehmende Bedeutung zu, so dass der Gesetzentwurf im Hinblick auf die in Deutschland wie in Europa derzeit intensiv geführte Debatte zur Förderung von Infrastrukturinvestitionen von besonderer Bedeutung ist. Wir bitten dringend darum, **Änderungen der Darlehensbedingungen bei offenen Spezial-AIF ohne Banklizenz weiterhin zu ermöglichen.**

### I. Einführung von reinen Darlehensfonds in Deutschland für Infrastrukturinvestitionen erfreulich

Im Wesentlichen begrüßen wir den Regierungsentwurf, der neben der Umsetzung der OGAW-V-Richtlinie Regelungen für Darlehensfonds enthält. Insbesondere begrüßen wir, dass künftig in Deutschland „echte“ Kreditfonds zulässig sein sollen, da sowohl die Vergabe als auch die Restrukturierung und die Prolongation von Darlehen durch geschlossene alternative Investmentfonds (AIF) als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung angesehen werden sollen. Zudem ist es aus unserer Sicht sehr erfreulich, dass die noch im Referentenentwurf zum OGAW-V-UmsG vorgesehene 50%-Beschränkung für offene Spezial-AIF beim Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen im Regierungsentwurf nicht mehr vorgesehen ist. Dies hätte den institutionellen Anlegern die Investition in Darlehensfonds erheblich erschwert.

### II. Aktuelle Verwaltungspraxis der BaFin für offene Darlehensfonds hinsichtlich der Änderung von Darlehensbedingungen sollte beibehalten werden

Allerdings enthält der Regierungsentwurf aus unserer Sicht auch problematische Änderungen, die eine praxisorientierte Handhabung von unverbrieften Darlehensforderungen in offenen Spezial-AIF wieder erschweren würde. Am 12. Mai 2015 hatte die [BaFin u.a. ihre Verwaltungspraxis bei offenen Spezial-AIF](#) dahingehend abgeändert (siehe Abschnitt IV 2.), dass die Prolongation und Restrukturierung von unverbrieften Darlehensforderungen durch einen offenen Spezial-AIF nicht

mehr als Bankgeschäfte angesehen wurden. Änderungen der Darlehensbedingungen durch die KVG sind seither von der Erlaubnis zur kollektiven Vermögensverwaltung gedeckt, eine Banklizenz ist für die KVG nicht erforderlich. Diese Wertung enthielt auch der Referentenentwurf zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz. Gemäß Regierungsentwurf soll diese Öffnung jedoch wieder aufgehoben werden (§ 20 Abs. 9 KAGB-E). Damit wären derartige Änderungen der Darlehensbedingungen durch offene Spezial-AIF doch wieder nicht als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung, sondern als Tätigkeiten im Sinne des KWG anzusehen und nur mit einer Banklizenz zulässig. Begründet wird dies mit Gefahren für die Anleger und für die Finanzmarktstabilität (d.h. run-Gefahren, die Gefahr der Ansteckung anderer AIF sowie anderer Bereiche des Finanzmarkts bei einem „fire-sale“ illiquider Vermögensgegenstände) und Regulierungsarbitrage.<sup>1</sup>

**Wir setzen uns mit Nachdruck dafür ein, dass der Gesetzentwurf dahingehend modifiziert wird, dass die neue BaFin-Verwaltungspraxis bestätigt wird, wonach auch ein offener Spezial-AIF ohne Banklizenz Änderungen von Darlehensbedingungen vornehmen darf.** Daher sollte § 20 Abs. 9 Satz 2 KAGB-E wie folgt geändert werden (siehe Artikel 1 Nr. 10 des OGAW-V-UmsG):

*(9) ... Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen; ~~dies gilt nicht für offene Spezial-AIF.~~*

Unserer Ansicht nach ist aus Gründen des Anlegerschutzes geradezu geboten, auch offenen Spezial-AIF ohne Banklizenz die Änderung von Darlehensbedingungen zu ermöglichen. **Die Förderung von Infrastrukturinvestitionen ist auch politisch gewollt und sollte daher nicht durch die Regulierungspraxis konterkariert werden.**

Hilfswise regen wir die Aufnahme eines Bestandsschutzes für offene Spezial-AIF an, die seit Mai 2015 im Vertrauen auf die geänderte BaFin-Verwaltungspraxis die Vertragsbedingungen mit den Fondsmanagern dahingehend geändert haben, dass Restrukturierungen und Prolongationen vorgenommen werden dürfen.

Unsere Forderung begründet sich im Einzelnen wie folgt:

- **Aktuelle Aufsichtspraxis ist sachgerecht, praxisrelevant und im Interesse der Anleger**

Die geänderte Aufsichtspraxis, insb. die Möglichkeit der Restrukturierung und Prolongation von Darlehen, ist unserer Meinung nach sachgerecht und wurde in der Praxis von betroffenen Fonds im Interesse der Anleger umgehend aufgegriffen, da u.a. bei Problemen mit erworbenen Darlehensforderungen die KVG seitdem frühzeitig reagieren kann. Dies ist im Interesse der Begünstigten. Bei unverbrieften Darlehensforderungen handelt es sich um Vermögensgegenstände, deren Liquidität eingeschränkt ist, so dass nicht immer eine Veräußerung zum fairen Wert gewährleistet ist. Um z.B. im Fall von Zahlungsschwierigkeiten des Schuldners die Realisierung eines Verlusts zu Lasten des Fonds und damit zu Lasten der Anleger zu verhindern, bleibt in der Praxis häufig nur die Möglichkeit der Restrukturierung der Darlehensforderung. Durch eine Restrukturierung kann häufig sogar ein endgültiger Zahlungsausfall verhindert werden. Es wäre somit kontraproduktiv, die effektive Verwaltung eines Portfolios unverbriefter Darlehensforderungen erheblich einzuschränken, indem dies gemäß § 20 Abs. 9 KAGB-E und abweichend von der seit Mai 2015 geltenden Verwaltungspraxis der BaFin erneut nicht mehr als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung angesehen wird.

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu die Gesetzesbegründung des OGAW-V-UmsG zu § 20 Abs. 9 KAGB-E (S. 47f.) sowie ausführlich zu § 285 KAGB-E (S. 68, 4. Absatz).

- **Begründung im OGAW-V-UmsG ist nicht nachvollziehbar**

Unserer Meinung nach ist die Gefahr eines „runs“ auf einen Spezial-AIF (und dadurch ausgelöst der kurzfristige Verkauf der Darlehen, Stichwort „fire-sales“), wie auf Seite 68 des OGAW-V-UmsG beschrieben, nicht erhöht, wenn ein Spezial-AIF ohne Banklizenz die Darlehensbedingungen ändern darf. Wie im vorhergehenden Punkt bereits ausgeführt, stellt sich der Sachverhalt vielmehr gerade umgekehrt dar: Ein AIF kann im Fall notleidender Darlehen (Zahlungsverzug, etc.) die Situation entschärfen, indem bspw. Zahlungsfristen verlängert und/oder Kreditraten gesenkt werden. Da ein Verkauf zur Vermeidung von Wertverlusten bei unverbrieften Darlehensforderungen häufig nur eingeschränkt möglich ist, bleibt in der Praxis meist nur die Möglichkeit der Restrukturierung der Darlehensforderung. Indem man dem AIF erlaubt, auch ohne Banklizenz zu reagieren, lässt sich gerade verhindern, dass noch größere Verluste, etc. der Darlehen erfolgen. Somit könnte durch eine Restrukturierung ein „run“ auf einen offenen AIF gerade verhindert werden, wenn Darlehen notleidend werden, und keine Darlehensverkäufe erzwungen werden. Die neuen Anforderungen an das Risiko- und Liquiditätsmanagement gemäß § 29a Absatz 5a KAGB-E von AIF, die in unverbriefte Darlehen investieren, stellen sicher, dass notwendige Kenntnisse im Umgang mit diesen illiquiden Anlagen sowie der organisatorische Rahmen gegeben sind.

- **Inkonsistenz von Regulierungspraxis und politischer Grundsatzentscheidung zur Förderung von Infrastrukturinvestitionen**

Offene Darlehensfonds sind ein wichtiges Instrument für die Investition von Altersversorgungseinrichtungen in Infrastruktur. Derzeit wird sowohl auf deutscher als auch auf europäischer Ebene intensiv über die Förderung von Infrastrukturinvestitionen diskutiert und wie institutionelle Anleger hier mehr beitragen könnten. Der [Bericht der sog. „Fratzscher-Kommission“](#) greift dies auf und die letzte Überarbeitung der Anlageverordnung im März 2015 schuf explizit mehr Möglichkeiten, um über Darlehen und Darlehensfonds in Infrastruktur zu investieren. Auf EU-Ebene wurde am 30. September 2015 der [Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion](#) der Europäischen Kommission veröffentlicht, der u.a. die regulatorischen Rahmenbedingungen für Investitionen in Infrastruktur verbessern und auch die Rolle von Darlehensfonds bei der Kreditvergabe an KMU stärken will, um eine breitere Diversifizierung der Kreditvermittlung und der Finanzierungsmöglichkeiten zu schaffen. Angesichts dieser politischen Zielsetzungen sollte auch darauf geachtet werden, dass auch die für die Praxis relevanten Regulierungen (im Detail) auf nationaler Ebene hiermit im Einklang steht. Wie oben dargelegt, stellt die Möglichkeit für offene Spezial-AIF ohne Banklizenz, Darlehensbedingungen anzupassen, wenn dies wirtschaftlich erforderlich ist, einen sehr praxisrelevanten Aspekt dar. Dies sollte nicht durch das Aufsichtsrecht blockiert werden und somit die Investition von Altersversorgungseinrichtungen über Darlehensfonds in Infrastrukturprojekte erschweren und behindern. Ebenso wenig kann es zielführend sein, Investitionsmöglichkeiten in inländische Darlehensfonds stärker einzuschränken als jene in ausländische Darlehensfonds.

Berlin und München, den 7. Jan. 2016

## MATTIL & KOLLEGEN

---

Kanzlei für Bank- und Kapitalmarktrecht

München - Berlin

### Stellungnahme

**der Kanzlei Mattil & Kollegen**

**zu dem „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG (OGAW V Umsetzungsgesetz)  
BT-Drucksache 18/6744**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Arndt-Brauer,  
sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem Gesetzentwurf Stellung nehmen zu können:

Die Kanzlei Mattil & Kollegen ist seit vielen Jahren im Bereich des Verbraucherschutzes tätig. Wir vertreten insbesondere Kleinanleger, die ihre Ersparnisse in Kapitalanlagen verloren haben oder gefährdet sehen. Den Schwerpunkt bilden dabei geschlossene Fonds (seit Inkrafttreten des KAGB: AIF), Vermögensanlagen und gewisse Versicherungsprodukte. Kleinanleger bedürfen besonderen Schutzes vor den Angeboten des Finanzmarktes.

Mit der OGAW V Richtlinie werden insbesondere Bestimmungen über die Vergütungspolitik, die Aufgaben und Haftung der Verwahrstellen und die Sanktionen harmonisiert. Über die Richtlinie hinaus regelt der Gesetzentwurf die Vergabe von Gelddarlehen, u.a. für Publikumsfonds. Geändert werden mit dem Gesetzentwurf auch weitere, Publikumsfonds betreffende Regelungen in den §§ 261 bis 263 KAGB.

Mit der OGAW V Richtlinie soll der Verbraucherschutz verbessert werden. Die in dem Umsetzungsgesetz enthaltenen Veränderungen sind jedoch ein Rückschritt gegenüber der prinzipiell strengen Regulierung im KAGB.



## 1. Darlehensvergabe für Rechnung eines AIF

In bestimmten Fällen soll die Vergabe von Darlehen zulässig sein, wobei wir unsere Stellungnahme insbesondere auf Publikumsfonds, in denen Kleinanleger anlegen dürfen, fokussieren möchten:

Neben der Verordnung ELTIF (hierzu siehe unten gesondert) erlaubt § 2 Abs. 9, § 285 Abs. 3, § 261 Abs. 1 Nr. 8 die Vergabe von Darlehen für Rechnung des geschlossenen Publikums AIF an Unternehmen, an denen der AIF bereits beteiligt ist (für geschlossene Spezial AIF ist gemäß § 285 Abs. 2 KAGB-E auch die Vergabe von Gelddarlehen an „Fremde“ zulässig).

Zunächst ist in Erinnerung zu rufen, dass in vielen EU-Mitgliedsstaaten keine Publikums AIF im Rahmen der AIFM Umsetzung geschaffen wurden. Im deutschen KAGB wurde die Möglichkeit der Publikums AIF für Kleinanleger vorgesehen, die bislang in die in § 261 KAGB genannten Vermögenswerte investieren durften. Das Verbraucherschutzverständnis des Gesetzgebers ging davon aus, dass eine Anlage in Sachwerte und andere Vermögenswerte soll erfolgen dürfen, die einen gewissen Vermögenserhalt gewährleisten dürften. Die Vergabe von Darlehen an Beteiligungsunternehmen aus dem Vermögen geschlossener Publikums AIF sehen wir mehr als kritisch, und zwar aus folgenden Gründen:

- Wir haben schon bei der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in das KAGB Zweifel angemeldet, ob geschlossene Fonds für Kleinanleger ein geeignetes Anlageprodukt sind. Ein Anleger erwirbt keinen Sachwert oder Unternehmensbeteiligung, sondern stets nur einen Kommanditanteil an einer Kommanditgesellschaft, die aus unserer Erfahrung das von Kleinanlegern anvertraute Kapital zum großen Teil in einer Weise angelegt und verwaltet haben, die kaufmännisch nicht vertretbar war. Überzogene Provisionen, sonstige weiche Kosten, Unerfahrenheit der Emittenten und Misswirtschaft bei der Verwaltung haben unzählige Kleinanleger ihre Ersparnisse gekostet. Die durch die AIFM Umsetzung erfolgte Regulierung im KAGB ließ auf „bessere Zeiten“ hoffen. Die Zulässigkeit der Vergabe von Darlehen an Beteiligungsunternehmen sollte wieder aufgegeben werden. Aus unserer Sicht und Erfahrung besteht die Gefahr, dass die AIF davon Gebrauch machen werden, um finanzielle Löcher zu stopfen und Unternehmen am Leben zu erhalten, die die entsprechenden Voraussetzungen nicht bieten. Ein Fehlinvestment kann auf diese Weise vertuscht und nicht ordnungsgemäß beendet, sondern künstlich am Leben erhalten werden.

Ein AIF bzw. die KVG könnte dazu geneigt sein, nicht allzu strenge Maßstäbe an eine Darlehensvergabe anzulegen, da der Verlust das Kapital der Kleinanleger treffen würde. Eine Darlehensvergabe ohne entsprechende Bonitätsprüfung und Sicherheiten sollte nicht möglich sein. Eine Bank wird bei der Kreditvergabe den Darlehensnehmer auf seine Rückzahlungsfähigkeit begutachten und die vorhandenen und erforderlichen Sicherheiten in Anspruch nehmen. Der AIF soll die Darlehensvergabe offenbar, mit dem Geld der Kleinanleger, ohne die banktypischen Überprüfungen und Gegenleistungen gewähren dürfen. Das halten wir für absolut nicht vertretbar. Bei Gelddarlehen handelt es sich nicht um Anlagen, sondern illiquide und damit spekulative Geldverwendung, die mit einem Investmentvermögen (für Kleinanleger) nichts mehr zu tun hat.

Bei der Darlehensvergabe handelt es sich um eines der in § 1 KWG genannten, typischen Bankgeschäfte. Das KWG geht davon aus, dass Kreditgeschäfte von Instituten bzw. Personen unternommen werden, die über die entsprechende Erfahrung und Kompetenz verfügen (§ 25 a, § 25 c KWG). Ein Geschäftsleiter muss über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen und mit einem Risikomanagement und einem internen Kontrollsystem ausgestattet sein. Ein Geschäftsleiter muss fachlich geeignet und zuverlässig sein. Er muss in ausreichendem Maße theoretische und praktische Kenntnisse aufweisen. Für eine AIF Geschäftsführung oder eine KVG gelten diese Vorschriften nicht. Für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen (§ 285 Abs. 3) sollen auch die §§ 29 und 30 KAGB (Risikomanagement, Liquiditätsmanagement) nicht anwendbar sein. Wir können nicht nachvollziehen, wie ein nicht bankmäßiger ausgebildeter Mitarbeiter in der Lage sein soll, Kreditengagements zu überwachen. Dazu gehört ja auch die Anpassung von Konditionen, die nach § 2 Abs. 9 - E keine Darlehensgewährung sein soll.

Wir möchten zwei Beispiele aus unserer Praxis schildern:

Der sogenannte Falk Zinsfonds warb von ca. 3.000 Kleinanlegern Kapital ein, um dieses an geschlossene Fonds als Darlehen zu vergeben. Die geschlossenen Fonds der Falk-Gruppe waren jedoch bereits so marode, dass bald darauf die Insolvenz eintrat.

Infraplan-Gruppe: Über zwei geschlossene Fonds wurde Kapital von Anlegern eingesammelt, das an eine Reihe von Unternehmen der Immobilienbranche als Darlehen vergeben wurde. Die gewährten Darlehen sind, wie sich der Insolvenzverwalter ausdrückte, in der Unternehmensgruppe versickert. Der Insolvenzverwalter stellte dort auch fest, dass es keine ordnungsgemäße Geschäftsleitung, keine ausgebildeten

Mitarbeiter, keine Überwachungs- oder Kontrollsysteme gab und alles Geld durch eine einzige Kasse floss.

Den Einsatz von Darlehen sehen wir nicht als flexibles Element der Unternehmensfinanzierung, wenn sie ohne Bonitätsprüfung und ohne Sicherheiten vergeben werden und Liquiditätsschwierigkeiten überbrücken sollen. Aufgrund der oben genannten Gründe steht zu befürchten, dass solche Darlehen leichtfertig bewilligt werden. In der Vergangenheit haben viele Anbieter eine Lücke im KWG dazu ausgenutzt, sogenannte Nachrangdarlehen aufzunehmen, was aufgrund des uferlosen Missbrauchs schließlich im Vermögensanlagegesetz zur Prospektpflicht führte. Auch diese „Darlehen“ waren ohne bankkaufmännischen Verstand verwaltet worden.

Die Vergabe von Darlehen ist nur unter den in § 285 Abs. 3 und im Weiteren in Nr. 1 bis 3 genannten Voraussetzungen möglich. Insbesondere das Erfordernis Nr. 2 weckt Erinnerungen an die Handhabung geschlossener Fonds der vergangenen Jahre. In den meisten Fällen wurden Liquidationsüberschüsse für Ausschüttungen an Anleger verwendet. Die Versuchung, diese als Darlehen an andere Unternehmen zu verwenden, bei denen es zu einer Fehlinvestition gekommen ist, dürfte damit gegeben sein. Außerdem muss ein Darlehen in diesem Falle nachrangig sein. Dann handelt es sich aber nicht um ein echtes Darlehen, sondern wohl eher eine Art Eigenkapitalersatz.

OGAW bzw. deren Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen keine Darlehen gewähren (wohl aus gutem Grund). Auch deshalb drängt sich die Frage auf, mit welcher Rechtfertigung die Darlehensvergabe Publikums AIF erlaubt sein soll.

## **2. ELTIF**

Zu den zur Darlehensvergabe berechtigten AIF gehören auch ELTIF, bei denen sich um Publikumsfonds handelt, die grenzüberschreitend vertrieben werden dürfen. Es ist zu erwarten, dass sich diese AIF, aufgrund des Europäischen Passes, etablieren und weit verbreiten werden.

Die zulässige Investitionspalette der ELTIF ist groß: Die zulässigen Anlagevermögenswerte der ELTIF sind breit gestreut: nicht übertragbare Wertpapiere, Beteiligungen, Schuldtitel, Kredite, nachgeordnete Darlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte und anderes. Die Ver-

ordnung ELTIF lässt also die Anlage in Anlageformen zu, die in Deutschland zum Teil zu dem sogenannten Grauen Kapitalmarkt gehören (teilweise reguliert im Vermögensanlagen-gesetz). In den Erwägungsgründen der Verordnung ELTIF (2015/760) heißt es ausdrücklich, dass sich das Produkt möglicherweise nicht für Kleinanleger eignet. Aus diesem Grunde müssen Kleinanleger eine geeignete Anlageberatung erhalten. Nach Artikel 30 Abs. 6 der Verordnung können Kleinanleger ihre Zeichnung binnen einer Frist „stornieren“ und erhalten ihr Geld ohne Abzüge zurück. Hier stellt sich die Frage, von wem der Anleger sein Geld zu-rück erhält: Von der Fondsgesellschaft selbst, also dem AIF? Nach deutscher Recht-sprechung kann ein Anleger von der Fondsgesellschaft nur ein Abfindungsguthaben, nicht aber seine Einlage zurückverlangen (fehlerhafte Gesellschaft). Dieser Grundsatz würde durch die Verordnung durchbrochen.

Ein ELTIF darf auch an Kleinanleger vertrieben werden. Bei Zulassung in einem EU-Mitgliedsstaat darf der Vertrieb auch grenzüberschreitend stattfinden, ohne erneute Zulas-sung durch den Zielstaat. Hier stellt sich zunächst dasselbe Problem wie schon in der Pros-pektrichtlinie, die den grenzüberschreitenden Vertrieb erlaubt, wenn der Prospekt in einem Mitgliedsstaat genehmigt wurde. Weder eine klare Regelung zur Sprache des Prospektes, noch zum anwendbaren Recht findet sich in der Verordnung.

Hierzu möchten wir ein konkretes Beispiel aus der Praxis erwähnen:

Die in Paris ansässige EXANE S.A. hatte einen Prospekt in Luxemburg billigen lassen, um damit in Deutschland und Österreich Zertifikate an Kleinanleger zu verkaufen. Der 220-seitige Prospekt ist in Englisch und Französisch verfasst. Nach der Prospektrichtlinie kann der Prospekt in einer in Finanzkreisen üblichen Sprache verfasst und sodann in jedem Mit-gliedsstaat verwendet werden. Wenn ein Anleger einen Verlust erleidet, muss er den Pros-pekt auf seine Kosten übersetzen lassen (Übersetzungskosten: zigtausend Euro). In der Prospektrichtlinie ist nirgends festgehalten, dass es sich bei der üblichen Finanzsprache um Englisch handeln muss. In dem Prospekt ist außerdem vorgesehen, dass Französisches Recht zur Anwendung kommt und ein Rechtsstreit in Paris zu führen ist. Der Kleinanleger muss also den Prospekt auf seine Kosten übersetzen lassen, sich einen Anwalt in Paris su-chen, mit dem er sich verständigen kann und der das Verfahren dort für ihn führt. Ein aus-sichtsloses Unterfangen, das jeden Rechtsstreit im Keim erstickt.

Dieselben Probleme werden bei dem Vertrieb von AIF auftreten. In dem KAGB bzw. der ELTIF Verordnung gibt es keine Vorschriften, wonach der Emittent den Prospekt in die Spra-che des Ziellandes übersetzen muss und dortiges Recht Anwendung findet. Wenn die Rechtslage so bestehen bleibt, hat ein Kleinanleger keine reellen Aussichten, Ansprüche gel-tend zu machen und durchzusetzen.

ELTIF dürfen in Produkte wie Genussrechte und stille Beteiligungen investieren, die europaweit nicht harmonisiert sind. Infrastrukturprojekte und Unternehmen sollen das über ELTIF auch von Kleinanlegern angelegte Kapital anziehen. Der Schwerpunkt der Verordnung liegt, so Erwägungsgrund 4, auf der Förderung langfristiger Investitionen in die Realwirtschaft.

#### **Zur Sprachenregelung:**

Nach § 310 Abs. 2 KAGB kann der Prospekt in einer in „internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ vorgelegt werden. Lediglich die wesentlichen Anlegerinformationen müssen auf Deutsch übersetzt werden.

#### **Zu dem Gerichtsstand und anwendbarem Recht:**

Nach § 319 KAGB gibt es zwar eine zwingende Regelung, wonach der ausländische AIF bzw. die Kapitalverwaltungsgesellschaft einen Repräsentanten im Inland benennen muss, an dessen Sitz ein Gerichtsstand besteht. Eine Regelung zum anwendbaren Recht fehlt jedoch.

Erforderlich wäre also eine ergänzende Regelung, dass das Recht am Sitz des Kleinanlegers zwingend anwendbar ist und der Emittent den Prospekt und sonstige Unterlagen in die Sprache des Zielstaates übersetzen muss.

### **3. Bemessungsgrundlagen in §§ 261 bis 263 KAGB**

§§ 261 bis 263 KAGB (Anlagegrenzen, Risikomischung, Beschränkung von Leverage bei geschlossenen Publikums AIF) werden dahingehend geändert, dass nicht mehr die Werte und Verkehrswerte der Vermögensgegenstände der Anknüpfungspunkt sind, sondern das eingebrachte Kapital und das noch nicht eingeforderte zugesagte Kapital maßgeblich sein soll. Künftig soll also eine Kreditaufnahme bis zu 150 % des eingebrachten und zugesagten Kapitals erlaubt sein (jetzt sind es 60 % bezogen auf den Verkehrswert). Ein AIF mit einem gezeichneten Kapital von 100 Mio Euro, von dem erst 20 Mio Euro einbezahlt sind, könnte also einen Kredit in Höhe von 150 Mio Euro aufnehmen. Die Grundlage ist allerdings der gezeichnete Betrag (bereinigt um von den Anlegern zu tragenden Gebühren, Kosten und Aufwendungen). Die Anlehnung der zulässigen Kreditaufnahme und der Fremdwährungsrisiken an die echten Werte von Vermögensgegenständen, wie bisher, ist dem Entwurf vorzuziehen, weil die Neuregelung Kreditaufnahmen in schwindelerregender Höhe erlaubt. Ein zugesag-

tes Kapital als Bezugsgröße ist ungeeignet, da es in der Praxis oft vorkam, dass dieses zugesagte Kapital nicht einbezahlt wurde.

Der Anlagehorizont eines ELTIF und die Möglichkeit der Kreditaufnahme dürfte eher in das Bild unternehmerischer Tätigkeit passen, denn in das eines stabil angelegten Vermögens.

#### **4. Genossenschaften**

Durch die Aufhebung des § 2 Abs. 4 b werden Genossenschaften nicht als Investmentvermögen behandelt. Auch das Vermögensanlagegesetz verzichtet auf das Erfordernis eines Prospektes, wenn Genossenschaftsanteile angeboten werden. Den beigetretenen Genossen können partiarische nach Nachrangdarlehen sowie sonstige Anlagen unbegrenzt angeboten werden.

Prinzipiell ist nachvollziehbar, dass Genossenschaften nicht als Vermögensanlagen oder Investmentvermögen gelten sollen, da das Verständnis von einer Genossenschaft historisch anders betrachtet wird. Sie soll einen bestimmten Zweck fördern und nicht auf Profit ausgerichtet sein. In der Praxis haben wir jedoch andere Erfahrungen gemacht:

Eine Wohnungsbaugenossenschaft mit etwa 450 Wohnungen und 450 Genossen beauftragte einen Strukturvertrieb mit der Geldbeschaffung. Die Genossenschaft verkaufte an etwa 10.000 Anleger Genossenschaftsanteile, die verständlicher Weise Rendite sehen wollten. Dies war gar nicht möglich, da die 450 Genossen die entsprechenden Wohnungen bewohnten und dafür eine geringe Miete zahlten.

Eine Genossenschaft Umwelttechnologie veräußerte an eine Mandantin unserer Kanzlei Genossenschaftsanteile für 500,00 €. Nach Beitritt zur Genossenschaft erleichterte man sie um ein „Nachrangdarlehen“ in Höhe von 200.000,00 €. Die Genossenschaft ist insolvent, gegen die Verantwortlichen ermittelt die Staatsanwaltschaft.

Eine Wohnungsbaugenossenschaft in Berlin veräußerte Genossenschaftsanteile für die Errichtung einer kompletten Wohnanlage. Obwohl erst wenige Genossenschaftsanteile verkauft waren, wurden Bauaufträge vergeben, die nicht bezahlt werden konnten. Nach dem Baustopp fürchten die Genossen um ihr Geld. Die Geschäftsleitung war völlig dilettantisch und unerfahren.

Die aufgegebene Regulierung von Genossenschaften dürfte zu weiteren Missbrauchsfällen führen. Die derzeitige Rechtslage lädt dazu regelrecht ein, was aus Sicht der vielen soliden Genossenschaften besonders ärgerlich sein wird. Der Ruf einer traditionell gewachsenen und sozialen Wirtschaftsform kann dadurch in Verruf geraten.

## 5. Sonstiges

Nach § 1 Abs. 6 Satz 1 Nr. 2 KAGB soll ein Anleger als semiprofessioneller Anleger gelten, wenn er kraft Gesetzes Anteile an einem Spezial-AIF erwirbt, also z. B. durch Erbschaft. Eine Vielzahl der von uns vertretenen Anleger hat Anteile an geschlossenen Fonds geerbt und kann als Verbraucher nicht wie ein semiprofessioneller Anleger behandelt werden. Gegebenenfalls ist klar zu stellen, dass er als semiprofessioneller Anleger nur für dieses geerbte Investment gilt.

## 6.

Da jede Gesetzesänderung im Sternzeichen Anlegerschutzverbesserung stehen sollte, möchten wir nochmals den bereits im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes aufgeworfenen Vorschlag wiederholen:

### Rechtsverfolgung/Rechtssicherung

In fast allen, der Öffentlichkeit bekannt gewordenen Skandalfällen und in den vielen weniger bekannten Anlagenpleiten ist es in der Regel zu spät, wenn die BaFin oder bspw. eine Staatsanwaltschaft in das Geschehen eingreift. Die vielen betroffenen Kleinanleger sind meist auf sich gestellt und nicht im Ansatz in der Lage ihre Rechte wahrzunehmen. Da ihnen die Hintergrundinformationen, Beweise und Durchsetzungsmöglichkeiten fehlen, gelingt es den Emittenten und anderen Verantwortlichen in der Regel, die Verfahren bis zum Eintritt einer Verjährung zu überstehen. Nachstehend sollen dazu zwei Beispiele dargestellt werden:

- Lehmann Brothers: Die US-Gesellschaft verkaufte an 50 000 Rentner in Deutschland ihre wertlosen Zertifikate. Ein paar wenige, die über eine Rechtsschutzversicherung verfügten, konnten die Beraterbanken verklagen. Der allergrößte Teil der Rentner ist auf dem Schaden sitzen geblieben, bereits nach kurzer Zeit waren alle Ansprüche verjährt. In den USA wurde aufgedeckt, dass eine große Wirtschaftsprüfungsgesell-



schaft und eine Ratingagentur falsche Testate und Gefälligkeitsratings erteilt hatten, mit deren Hilfe Lehmann Brothers sich einige Jahre über Wasser hielt. In den USA werden solche Unternehmen zivil- und strafrechtlich verfolgt, bei uns nicht. Die Ansprüche sind wohl verjährt. Die BaFin müsste sich für die Vielzahl der Geschädigten positionieren und dafür sorgen, dass die Ansprüche deutscher Anleger gewahrt bleiben, also nicht verjähren und den geschädigten Anlegern die erforderlichen Informationen zukommen.

- Ein Emittent hatte durch ihren Geschäftsführer einen Immobilienfonds (mehrere tausend Kleinanleger) durch den Abschluss von SWAP-Verträgen ruiniert. Die Fondsgeschäftsführung dachte gar nicht daran, den Vorgang ihrer Haftpflichtversicherung zu melden, stattdessen ließ sie einfach den Fonds in die Insolvenz gehen. Die BaFin müsste Maßnahmen ergreifen und die Emittentin auffordern, den Schaden ihrer Haftpflichtversicherung zu melden und bis zur Regulierung auf eine Verjährungseinrede zu verzichten.

Diese kollektive Rechtsverfolgung oder Rechtssicherung würde nicht bedeuten, dass die Aufsichtsbehörde zur Geltendmachung und Verfolgung der Ansprüche der einzelnen Anleger verpflichtet sein soll. Ansprüche können aber kollektiv gesichert werden, um zumindest den Rahmen zu gewährleisten, Anlegern ihre Ansprüche zu erhalten.

Ähnliche Befugnisse stehen der ESMA nach der MiFIR (Verordnung Nr. 600/2014) zu, siehe z. B. Artikel 45 Abs. 1 b: Die ESMA kann Personen dazu auffordern, Maßnahmen zu ergreifen.

## 7. Verwahrstellen

Für OGAW dürfen als Verwahrstellen nur Kreditinstitute beauftragen. AIF dagegen können auch gem. § 80 Abs. 3 KAGB Treuhänder beauftragen, die berufsständischen Regeln unterliegen (z. B. Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer). Wir haben dagegen stets Bedenken angemeldet. Die Erfahrung mit unzähligen Fonds hat bewiesen, dass Treuhänder immer von den Initiatoren ausgesucht werden und von diesen in der Regel abhängig sind. Sie fügen sich völlig den Weisungen des Emittenten und handeln sogar gegen die Interessen der Anleger. Ein weiteres und großes Problem ist die Haftung der Treuhänder im Falle einer Pflichtverletzung. Wir führen mehrere Verfahren gegen Treuhänder, die zur Schadensersatzleistung nicht in der Lage sind und deren Haftpflichtversicherung die Regulierung verweigern, weil sie einwenden, dass die Pflichten grob fahrlässig oder vorsätzlich verletzt wurden. Dieser Einwand ist oft berechtigt und führt dazu, dass die Anleger nicht entschädigt werden. Die

Einrichtung einer haftenden und unabhängigen Verwahrstelle ist eines der tragenden Elemente der AIF Richtlinie. Auch AIF müssten daher ausschließlich Kreditinstitute als Verwahrstellen beauftragen dürfen.

Mattil & Kollegen  
Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht  
Thierschplatz 3  
D-80538 München  
Tel.: 089/24 29 38-0  
FAX: 089/24 29 38-25  
E-Mail: [mattil@mattil.de](mailto:mattil@mattil.de)  
web: [www.mattil.de](http://www.mattil.de)

**Stellungnahme von**

**Klaus Rotter**

Rechtsanwalt und Fachanwalt für Bank- und  
Kapitalmarktrecht – Dipl.-Betriebswirt (FH)

als Sachverständiger zum

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.07.2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen**

**Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 11. Januar 2016**

Die Stellungnahme beschränkt sich auf die Frage, ob es sinnvoll ist, die Regelungen des KAGB auch für Zertifikate anzuwenden.

Mit dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.07.2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) wird das KAGB, das am 04.07.2013 erstmals in Kraft trat, erneut insbesondere mit dem Ziel eines verbesserten Anlegerschutzes novelliert. Die Bundesregierung gibt als Ziel dieser Novellierung insbesondere an, dass den bisherigen Erfahrungen der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden aus der Finanzkrise Rechnung getragen werden soll. Bereits das ursprüngliche Ziel der AIFM-Richtlinie, die zur Einführung des KAGB's geführt hatte, war, dass kein Finanzprodukt mehr unreguliert sein sollte. Vor diesem Hintergrund überrascht es, dass auch der bisherige Gesetzesentwurf keine (klarstellende) Regelung dahingehend enthält, dass auch Zertifikate<sup>1</sup> vom Anwendungsbereich des KAGB umfasst sind.

## **I. Problemstellung**

Nach den gravierenden Verlusten, die die Finanzmarktkrise bei Anlegern verursacht hatte, war die Intention sowohl des europäischen, als auch des deutschen Gesetzgebers, dass kein Finanzprodukt mehr unreguliert sein dürfe. Dies führte durch den europäischen Gesetzgeber zum Erlass der AIFM-Richtlinie, die vom deutschen Gesetzgeber mit dem KAGB in deutsches Recht transformiert wurde. Das KAGB trat am 4. Juli 2013 erstmalig in Kraft. Um dem gesetzgeberischen Ziel, alle Anlageprodukte zu regulieren, gerecht zu werden, verwandte die AIFM-Richtlinie einen sogenannten materiellen und nicht mehr formalen Investmentfonds begriff.<sup>2</sup>

Auch das KAGB enthält in § 1 KAGB diesen sehr weiten materiellen Fondsvermögensbegriff. Dieser weite Fondsvermögensbegriff führte insbesondere dazu, dass auch die geschlossenen Fonds, die im großen Stil an die Privatanleger seit den 90er Jahren

---

<sup>1</sup> Das Marktvolumen der Zertifikate betrug allein im Oktober 2015 70 Mrd. EUR laut Webseite des Deutschen Derivate Verband.

<sup>2</sup> WBA/Volhard/Jang KAGB § 1 Rn. 2.

vertrieben wurden und die regelmäßig stellvertretend für den „Grauen Kapitalmarkt“ standen, vollständig reguliert wurden.

Von dem gesetzgeberischen Ziel, alle Produkte zu regulieren, sollten gerade solche Finanzprodukte erfasst werden, von denen die Verbraucher im Rahmen der Finanzmarktkrise besonders stark betroffen waren. Dies waren in Deutschland insbesondere Inhaber von Zertifikaten. Allein durch den Erwerb von sogenannten Lehmann-Zertifikaten haben mehr als zehntausend Anleger durch die Insolvenz der Investmentbank Lehman massive Verluste erlitten.

Vor diesem Hintergrund überrascht es, dass nach der in Deutschland zu beachtenden Auslegung der BaFin, Zertifikate von dem KAGB nicht umfasst sein sollen. Es soll nachfolgend deshalb auf die relevanten Tatbestandsmerkmale des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB eingegangen werden:

## **1. Organismus**

Das Tatbestandsmerkmal des Organismus im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB liegt für Zertifikate, die Schuldverschreibungen sind, vor. Da es korrekterweise nach dem Auslegungsschreiben der BaFin<sup>3</sup> nicht darauf ankommt, in welcher Form der Anleger an dem Vermögen beteiligt ist und die Beteiligung des Anlegers auch schuldrechtlicher Natur sein kann, stellen auch Schuldverschreibungen einen Organismus dar. Schuldverschreibungen werden deshalb auch explizit im Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB beim Tatbestandsmerkmal Organismus genannt.

## **2. Für gemeinsame Anlagen**

Im Auslegungsschreiben der BaFin wird zu diesem Tatbestandsmerkmal unter Verweis auf die ESMA Leitlinien folgendes ausgeführt:

---

<sup>3</sup> BaFin - Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“

*Nach den Leitlinien von ESMA muss ein Vehikel vorliegen, welches das externe von den Investoren eingesammelte **Kapital poolt**, um eine gemeinschaftliche Rendite für die Investoren zu generieren, die daraus resultiert, dass **gemeinschaftliche Risiken durch das Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögensgegenständen eingegangen werden.***

*Diese Merkmale sind erfüllt, wenn sich der Anleger mit seinem Anteil am Wert des Organismus, der sich seinerseits aus den im Organismus befindlichen Vermögensgegenständen abzüglich der Verbindlichkeiten ergibt, beteiligt und damit der Anleger letztlich die Gewinne und Verluste des Organismus trägt. Dies gilt auch, wenn die Gewinn- und/oder Verlustbeteiligung des Anlegers vertraglich begrenzt ist. Das „Entgelt“ für die Kapitalüberlassung des Anlegers darf nicht betragsmäßig fixiert, sondern muss erfolgsbezogen ausgestaltet sein. Hat der Anleger dagegen einen unbedingten Kapitalrückzahlungsanspruch, ist das Merkmal „für gemeinsame Anlagen“ nicht erfüllt. Schließt der Anleger als Darlehensgeber mit dem Organismus einen Darlehensvertrag ab oder erwirbt der Anleger einen sonstigen unbedingten Rückzahlungsanspruch, liegt keine gemeinsame Anlage vor, wenn auch im Übrigen keine Gewinn- und Verlustbeteiligung des Anlegers vereinbart wird. In diesen Fällen soll der Anleger das Kapital, das er dem Organismus zur Verfügung gestellt hat, am Ende der Laufzeit in voller Höhe zurückerhalten, unabhängig davon, ob der Organismus einen Verlust erlitten hat oder nicht.*

(Hervorhebungen vom Autor der Stellungnahme)

Es soll zunächst, obwohl die BaFin hierauf in ihrem Auslegungsschreiben nicht näher eingeht, auf die Voraussetzung des Merkmals „Kapital poolt“ eingegangen werden. Laut ESMA Leitlinien ist darunter die Bündelung des bei Anlegern zum Zweck der Anlage beschafften Kapitals zu verstehen.<sup>4</sup> Eine solche Bündelung des Anlegerkapitals bei der Einsammlung von Kapital gegen die Herausgabe von Schuldverschreibungen ist gegeben, da die Anleger gemäß § 4 SchVG kollektiv an die Anlagebedingungen gebunden sind. Diese kollektive Bindung des § 4 SchVG stellt sicher, dass die Anleihebedingungen während der Laufzeit der Anleihe nur durch gleichlautenden Ver-

---

<sup>4</sup> ESMA Leitlinien - Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611), Seite 6.

trag mit sämtlichen Gläubigern oder entsprechenden Mehrheitsbeschluss nach § 5ff SchVG geändert werden können.

Hinsichtlich der Voraussetzung des Eingehens gemeinschaftlicher Risiken durch das Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögensgegenständen stellt die BaFin - zutreffend - darauf ab, ob der Anleger am Erfolg – Gewinn/Verlust – partizipiert oder nicht. Besteht ein unbedingter Rückzahlungsanspruch, wie bei einem Darlehen, liegt keine Erfolgsbeteiligung und damit kein Eingehen eines Risikos und damit keine gemeinsame Anlage vor. Anders zu bewerten sind aber solche Kapitalanlagen, wenn kein unbedingter Rückzahlungsanspruch oder anders formuliert, ein bedingter Rückzahlungsanspruch besteht. Die am Markt angebotenen Zertifikate sind regelmäßig letzterer Kategorie zuzuordnen. Denn der Rückzahlungsanspruch insgesamt und der Höhe nach ist regelmäßig abhängig von Bedingungen. Bedingt ist der Rückzahlungsanspruch insbesondere durch die Entwicklung eines in Bezug genommenen Basiswerts (z.B. Aktienmarktentwicklung, Börsenindex), eines beliebig von den Emittenten definierten Kreditereignisses oder eines unter bestimmten Voraussetzungen eingeräumten Kündigungsrechts. Aufgrund dieser Partizipation eines Zertifikateanlegers an den gemeinschaftlichen Risiken ist auch die Voraussetzung der gemeinsamen Anlage im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB gegeben.

### **3. Investition zum Nutzen der Anleger**

Laut Auslegungsschreiben der BaFin soll diese Voraussetzung der „*Investition zum Nutzen der Anleger*“ bei Zertifikaten nicht gegeben sein. Wörtlich heißt es insoweit in dem BaFin-Auslegungsschreiben:

*„6. Investition zum Nutzen der Anleger*

*Der Organismus für gemeinsame Anlagen muss das eingesammelte Kapital gemäß einer festgelegten Anlagestrategie „zum Nutzen dieser Anleger investieren.“ Das eingesammelte Kapital darf damit nicht zum Nutzen des eigenen Unternehmens investiert werden. Emittiert z.B. eine Bank eine Schuldverschreibung in Form eines Zertifikats,*



*dessen Wertentwicklung an verschiedenen Wertpapieren als Underlying oder in einem selbst erstellten Index gekoppelt ist, liegt keine Investition zum Nutzen der Anleger vor, wenn die Bank in der Verwendung der Anlegergelder frei ist und dem Anleger nicht verspricht, die Anlegergelder etwa in die den selbst erstellten Index oder dem Referenzportfolio zugrundeliegenden Vermögenswerte zu investieren. In diesem Fall verfolgt die Bank lediglich eine eigene Gewinnerzielungsabsicht. Eine Anlage zum Nutzen der Anleger dürfte regelmäßig auch dann nicht vorliegen, wenn die Bank einen Teil der über die Zertifikate eingenommenen Gelder in das Referenzportfolio investiert oder über einen Swap mit einem Dritten abbildet, wenn die Investition bzw. die Abbildung über den Swap ausschließlich zu dem Zweck erfolgt, die eigenen Verlustrisiken gegenüber dem Inhaber des Zertifikats abzusichern (Hedging).“*

Es ist zweifelhaft, ob diese Auslegung vor dem Hintergrund der gesetzgeberischen Intention, dass mit dem KAGB alle Finanzprodukte reguliert werden sollen, korrekt ist. Auch aufgrund der Tatsache, dass die Emittenten von Zertifikaten bzw. deren Verband, der Deutsche Derivateverband, stets den Nutzen von Zertifikaten gegenüber den Verbraucherinnen und Verbrauchern herausstellen und vorgeben, dass Zertifikate im Interesse der Kunden aufgelegt werden, erstaunt die von der BaFin vorgenommene Auslegung.

Unabhängig davon verdeutlicht die von der BaFin vorgenommene Lesart, dass bei Zertifikaten die Emittenten nicht „im Nutzen der Anleger investieren“ die Schutzbedürftigkeit der Anleger. Denn gerade aufgrund der Tatsache, dass bei Zertifikaten die emittierenden Institute die Rückzahlung von beliebigen Strukturelementen abhängig machen können, werden diese Anlagen zu unkalkulierbaren Anlagenprodukten.

Es kann jedoch nach derzeitigem Stand erst einmal festgehalten werden, dass aufgrund dieser Lesart, soweit ersichtlich, die meisten der mehr als 900.000 Zertifikate<sup>5</sup> nicht

---

<sup>5</sup> Der Deutsche Derivateverband weist einer Übersicht vom Juni 2013 „Gibt es zu viele Zertifikate?“ 985.749 verschiedene Anlagezertifikate und Hebelprodukte aus.

den Regelungen des KAGB unterfallen. Es besteht damit eine Regelungsprivilegierung gegenüber allen anderen Kapitalanlagen, die vom KAGB umfasst sind.

Eine solche Regelungsprivilegierung zugunsten von Zertifikaten und deren Anbietern wäre nur dann angemessen, wenn es in anderen für Zertifikate anwendbaren Gesetzen eine vergleichbare strenge Regelung im deutschen Recht gäbe bzw. die Zertifikate als solche weit weniger riskant bzw. deutlich transparenter als die anderen vom KAGB erfassten Investmentvermögen wären. Beides ist aber, wie die nachfolgenden Ausführungen belegen, nicht der Fall.

## **II. Regelungsrahmen für Zertifikate**

Für die Emission von Zertifikaten sind insbesondere das Wertpapierprospektgesetz und das Schuldverschreibungsgesetz zu nennen. Beide Gesetze bieten aber nicht das Schutzniveau zu Gunsten von Anlegern, den das KAGB gewährleistet.

Das KAGB stellt mit seinen detaillierten Regelungen zu Gunsten von Anlegern sicher, dass beim Erwerb, beim Halten und bei der Veräußerung von Investmentvermögen weitgehend transparent und korrekt verfahren wird. Beispielhaft für viele weitere Regelungen stellt etwa nur das KAGB in §§ 192 ff. KAGB sicher, in welche Vermögensgegenstände OGAW investieren dürfen. Solche zum Schutze der Anleger bestehenden engmaschigen Regelungen fehlen im Wertpapierprospektgesetz bzw. dem Schuldverschreibungsgesetz.

Insbesondere § 3 des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) führt entgegen seiner Überschrift „*Transparenz des Leistungsversprechens*“ zu keiner Transparenz. So beschränkt sich § 3 SchVG als Transparenzklausel nur auf das Leistungsversprechen. Nicht nur das Leistungsversprechen muss aber transparent sein, sondern alle Anleihebedingungen. § 3 SchVG sieht darüber hinaus nicht einmal vor, dass das Leistungsversprechen transparent zu sein hat, sondern es reicht aus, dass das Leistungsversprechen „*ermittelt werden kann*“. Die Schwelle, dass ein Anleger die versprochene Leistung ermitteln kann, ist in Wirklichkeit keine Hürde. Denn ein Emittent kann immer argumentieren, dass man anhand der in den Anleihebedingungen wiedergegebenen,

zum Teil finanzmathematischen Formeln und einschlägigen Klauseln das Leistungsversprechen ermitteln kann. Ermitteln kann man das Leistungsversprechen immer, die Frage stellt sich nur, mit welchem Aufwand und ob ein durchschnittlicher Anleger hierzu in der Lage ist.

Die ohnehin in § 3 SchVG kaum vorhandene Hürde, wonach Voraussetzung ist, dass das Leistungsversprechen ermittelt werden kann, wird auch noch dadurch abgeschwächt, dass derjenige, der es ermitteln können muss, ein Anleger zu sein hat, der hinsichtlich der jeweiligen Art von Schuldverschreibungen sachkundig ist.

Unabhängig davon fehlt in § 3 SchVG die Rechtsfolge. So ist in der Rechtsliteratur auch anerkannt<sup>6</sup>, dass weder das Transparenzgebot des § 3 SchVG, noch das Prinzip der kollektiven Bindung im Schuldverschreibungsgesetz Emittenten hindert, komplexe Anleihebedingungen zu begeben. Das Schuldverschreibungsgesetz bietet kein Schutzniveau, wie es das KAGB gewährleistet.

### **III. Inhalt, Struktur und Risiken der am Markt befindlichen Zertifikate**

Im Vergleich zu den anderen vom KAGB umfassten Investmentvermögen, insbesondere im Vergleich zu OGAW sind die am Markt befindlichen Zertifikate intransparenter und riskanter.

#### **1. Bonitätsrisiko**

Im Gegensatz etwa zu offenen inländischen Investmentvermögen, bei denen § 93 Abs. 2 KAGB regelt, dass das Sondervermögen nicht für Verbindlichkeiten der Kapitalverwaltungsgesellschaft haftet, trägt der Anleger bei einer Anlage in Zertifikate vollständig das Bonitätsrisiko des Emittenten. Dass es sich hierbei nicht um eine vernachlässigbare Größe handelt, hat die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers gezeigt, durch die zehntausende Anleger ihre Anlagebeträge verloren haben.

---

<sup>6</sup> Schmidt/Schrader BKR 2009, 397, 404

Sofern Zertifikate von Bankinstituten emittiert werden, wird es sich regelmäßig auch um Schuldverschreibungen eines CRR-Kreditinstituts und damit um nicht entschädigungsfähige Einlagen im Sinne des § 6 Ziff. 11 des Einlagensicherungsgesetzes (EinSiG) handeln, so dass der Anleger auch nicht von der gesetzlichen Einlagensicherung profitiert.

Wird demgegenüber eine Kapitalverwaltungsgesellschaft insolvent, bleibt das Anlagevermögen von vornherein unberührt, so dass es auf die Frage der Einlagensicherung erst gar nicht ankommt.

## **2. Intransparenz des Leistungsversprechens**

Im Gegensatz zu Anlegern, die in vom KAGB erfassten Investmentvermögen anlegen, können Erwerber von Zertifikaten regelmäßig nicht risikoadäquat einschätzen, unter welchen Voraussetzungen sie welchen Betrag zurückerstattet bekommen. Hängt beispielsweise die Rückzahlung des Anlagebetrages davon ab, dass von fünf Aktienwerten ein bestimmter Aktienwert eine bestimmte Schwelle nicht unterschreitet, so kann der finanzmathematisch unerfahrene Privatanleger nicht ermitteln, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein solches Szenario eintritt. Dementgegen kann der Emittent anhand von historischen Daten das Risiko eines solchen Kreditereignisses sehr viel besser abschätzen und entsprechende Absicherungsgeschäfte vornehmen. Auch die Wahrscheinlichkeit und die wirtschaftlichen Konsequenzen der Ausübung eines dem Emittenten eingeräumten vorzeitigen Kündigungsrechts, können regelmäßig nur professionelle Anleger einschätzen. Vor diesem Hintergrund sollten solche Zertifikate, bei denen neben der Bonität des Emittenten ein weiteres Strukturelement zum Totalverlust führen kann, entweder von vornherein verboten oder allenfalls nur für professionelle Anleger vertrieben werden dürfen. Zumindest sprechen diese Risiken dafür, Zertifikate nicht weiter zu privilegieren und diese den restriktiveren Regelungen des KAGB zu unterstellen.

## **3. Intransparenz bezüglich der in den Zertifikaten versteckten Margen und der beim Vertrieb anfallenden Margen**

Die in die Zertifikate hineinstrukturierten Margen werden nicht offengelegt und führen deshalb zu einer Intransparenz zulasten des Anlegers.

Auch beim Vertrieb der Zertifikate findet keine Offenlegung dieser Margen statt, denn weder aufsichtsrechtlich noch zivilrechtlich sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Offenlegung von Margen verpflichtet. Aufsichtsrechtlich ergibt sich dies aus § 31d WpHG. Danach fallen Margen nach herrschender Meinung<sup>7</sup> nicht unter den Begriff der Zuwendungen im Sinne des § 31d WpHG und müssen dem Kunden gegenüber deshalb nicht nach § 31d Abs. 1 Nr. 2 WpHG offengelegt werden.

Zivilrechtlich hat der Bundesgerichtshof in zahlreichen Fällen zu Lasten von Anlegern entschieden, dass Anleger selbst bei Vorliegen eines Beratungsvertrages nicht über die Vereinnahmung von Margen aufzuklären sind (vgl. BGH XI ZR 178/10; BGH XI ZR 182/10; BGH XI ZR 316/11).

Im Bereich der Auswahl von Vermögensverwaltern kommt es hierbei regelmäßig zur Irreführung von privaten und institutionellen Kunden. Da Margen nicht offenzulegen sind, einige seriöse Vermögensverwalter bei der Vereinbarung einer All-in-fee aber auch Margen darunter fallen lassen, werden diese oft gegenüber den Vermögensverwaltern, die eine All-in-Fee ohne Berücksichtigung von Margen versprechen, benachteiligt. Ein Beispiel mag das illustrieren: Der Vermögensverwalter, der beispielsweise 1 % All-in-fee verspricht und zusätzlich 2 % mit Margen durch Zertifikate vereinnahmt, wird von den Kunden bevorzugt gegenüber dem Vermögensverwalter beauftragt, der eine 1,2 % All-in-fee vereinbart und darunter auch Margen berücksichtigt.

Vor diesem Hintergrund werden Kunden über den tatsächlichen und echten Marktwert der mit dem Erwerb des Zertifikats erworbenen Schuldverschreibungen regelmäßig getäuscht. Dementgegen unterliegen die dem KAGB unterfallenden Investmentvermögen einer umfassenden und strikten Offenlegungspflicht insbesondere bezüglich Ausgabeaufschläge, Rücknahmeabschläge, Gebühren, Transaktionskosten (vgl. etwa § 165 Abs. 3 KAGB).

---

<sup>7</sup> Koller in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 6. Aufl. 2012, § 31d Rz 8.

#### 4. Keine unabhängige Preisfeststellung beim Erwerb und bei Veräußerung des Zertifikats

Bei Zertifikaten fehlt im Gegensatz zu anderen Investmentvermögen, die dem KAGB unterliegen, eine unabhängige Feststellung des Preises beim An- und Verkauf des Zertifikats. So erfolgt die Preisfeststellung etwa beim Ausgabepreis eines Zertifikats durch die Emittenten und wird hierbei nicht von unabhängigen Dritten geprüft. Dementgegen wird bei Direktanlagen, etwa bei Aktien die erforderliche Transparenz über die Börsenpreise hergestellt. Auch für Investmentvermögen nach der OGAW-Richtlinie ist gemäß § 198 Nr. 1 KAGB sichergestellt, dass diese im Wesentlichen nur in börsengehandelten Wertpapieren investieren dürfen. Dadurch wird vermieden, dass marktferne Ausgabe- und Rücknahmepreise von den Anlegern verlangt werden.

Diese Börsenpreistransparenz gibt es für Zertifikate nicht, bei denen die Emittenten selbst die Preise feststellen und ohne jegliche Sanktionen zu ihrem Vorteil Margen vereinnahmen können. Bei genauem Studium entsprechender Prospekte wird dies oftmals auch offen von den Emittenten eingeräumt. So führte etwa die HVB auf Seite 16 der endgültigen Bedingungen des HVB Express Zertifikats aus:

*„Der Ausgabepreis des Zertifikats basiert auf den Preisfindungsmodellen der Emittentin und kann einen für den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten. Die Höhe des Aufschlags liegt im Ermessen der Emittenten und kann sich von Aufschlägen unterscheiden, die anderen Emittenten für vergleichbare Produkte erheben.“*

Welche enormen Preisunterschiede allein bei Discountzertifikaten bestehen, kann in der von Rainer Baule/Ralf Rühling/Hendrik Scholz vorgenommenen empirischen Untersuchung „Zur Preisstellung der Emittenten von Discountzertifikaten“ entnommen werden.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Rainer Baule/Ralf Rühling/Hendrik Scholz, Zur Preisfeststellung der Emittenten von Discountzertifikaten, Finanz-Betrieb 12/2004, Seite 825 ff.

## **5. Keine unabhängige Bewertung des Wertes der Zertifikate während der Laufzeit der Zertifikate**

Eine Täuschung über den tatsächlichen Marktwert während der Laufzeit eines Zertifikats ist auch deshalb möglich, weil anders als etwa bei den dem KAGB unterfallenden Investmentvermögen (vgl. §§ 169, 216, 249ff KAGB) keine Pflicht zu einer unabhängigen Bewertung besteht. Diese Situation wird dadurch verschärft, dass von den Emittenten oftmals kein echter Marktpreis beim Verkauf des Zertifikats gestellt wird.<sup>9</sup>

## **6. Täuschungen der Anleger durch irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnungen**

Durch irreführende Bezeichnungen der Zertifikate können Anleger getäuscht werden. So hat die Bayerische Landesbank etwa unter dem Namen „Bayern Relax Epress – Zertifikate“ zahlreiche Zertifikate emittiert. Der Name „Relax“ – englisch für „sich entspannen“ – vermittelte dem Anleger den Eindruck, als könnte er ohne Risiko in diesem Zertifikat anlegen. So warb die Bayerische Landesbank insbesondere in einem Kurzflyer, der üblicherweise Kunden übergeben wurde, mit dem Slogan „Produktidee – entspannt anlegen und bis zu 12,5 % Zinsen kassieren“. Das Produkt war aber alles andere als geeignet für eine „entspannte“ Anlage, denn der Anleger erhielt die 12,5 % Zinsen nur dann, wenn die in Bezug genommenen Basiswerte keinen Kursverlust von mehr als 50 % aufwiesen. Bei den Basiswerten handelt es sich um die Aktienkurse der BMW AG, Hypo Real Estate Holding AG, Siemens AG und Münchner Rückversicherungsgesellschaft. Der Anleger erleidet also (fast) einen Totalverlust, wenn der Kurs nur eines dieser Unternehmen unter 50 % des in Bezug genommenen Kursniveaus fällt. Da dies bei der Hypo Real Estate Holding der Fall war, haben die in diesem Produkt investierten Anleger einen Verlust von mehr als 94 % erlitten. Mit einer entspannten Anlage hatte dies nichts zu tun. Hätten die Anleger ihre Ersparnisse in gleichen Teilen in diese vier Werte angelegt, so hätten sie keinerlei Verlust erlitten, weil seit der Emission der Papiere die anderen drei Aktienwerte so beträchtlich an Wert ge-

---

<sup>9</sup> Vgl. *Baule/Rühling/Scholz*, Zur Preisstellung der Emittenten von Discountzertifikaten, *Finanz-Betrieb* 2004, Seite 825ff.



stiegen waren, dass der Verlust mit dem Hypo Real Estate Papier ausgeglichen worden wäre.

Dieses Beispiel belegt das enorme Risiko, dass mit dem Erwerb von Zertifikaten verbunden ist. Das Landgericht Landshut<sup>10</sup> befand deshalb bei einem Fall, dem eine Cobold-Anleihe der DZ Bank zugrunde lag, dass solche Anlageprodukte, bei denen es bereits beim Ausfall eines einzigen Kreditschuldners zu einem Totalverlust kommen kann, besonders aufklärungsbedürftig sind, weil der durchschnittliche Anleger mit einer derart ungewöhnlichen Konstruktion nicht zu rechnen braucht. Denn solche Produkte würden nicht zur Risikostreuung, sondern zu einer Risikopotenzierung führen.

Zahlreiche Anleger, die den Klageweg wegen irreführender oder unrichtiger Zertifikatebezeichnungen beschritten haben, hatten mit ihren Klagen aber wenig Erfolg. Denn regelmäßig können die Emittenten darauf hinweisen, dass man solche Zertifikate nur nach Lektüre des ausführlichen Prospekts erwerben soll und aus diesem Prospekt könne man das tatsächliche Risiko der Anlage entnehmen. Diese Argumentation geht allerdings an der Realität vorbei. Denn der Erwerb und Vertrieb von Zertifikaten erfolgt regelmäßig über kurze Informationen und der Anleger vertraut - gerade deshalb sucht der Anleger einen Berater auf - auf die Aussagen des Anlageberaters.

Ein Beispiel für irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnungen sind auch die sogenannten Cobold-Zertifikate der DZ Bank und Colibri-Anleihen der Commerzbank, die beim Verbraucher schon aufgrund der Bezeichnung den Eindruck erweckten, dass es sich um harmlose Finanzprodukte handelt. So sind Colibris kleine niedliche Vögel. Bei Cobolde assoziieren die Menschen harmlos neckende Hausgeister, wie „Pumuckl“ aus den Kindergeschichten von Alice Kaut. Dass sich dahinter hochkomplexe, strukturierte Finanzinstrumente verbergen, die zum Totalverlust führen können, ist den Anleger nicht bekannt.

Auch der Begriff des Discountzertifikats ist geeignet, die Verbraucher irrezuführen. Denn mit dem Begriff „Discount“ verbinden breite Bevölkerungskreise die Vorstellung, etwas sei besonders günstig zu erwerben.

---

<sup>10</sup> LG Landshut Urteil vom 26.11.2009, Aktenzeichen: 24 O 988/09

Schließlich sei als weiteres Beispiel für irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnung auch die Zertifikate der US Investmentbank Morgan Stanley genannt, die ihre Zertifikate für deutsche Privatanleger mit der Bezeichnung „Schatzbrief“ betitelte und damit den Kunden suggerierte, es handele sich in Anlehnung an die Bundes-schatzbriefe um eine sichere staatsgarantierte Anlage.

Dementgegen unterliegen Investmentvermögen, die vom KAGB erfasst werden, einer weitergehenden und strikten Regulierung betreffend irreführender Werbung. So regelt etwa § 302 KAGB, dass Werbung für AIF gegenüber Privatanlegern und Werbung für OGAW eindeutig als solche erkennbar sein muss und diese redlich und eindeutig zu sein hat und nicht irreführend sein darf. Nach § 302 Abs. 7 KAGB kann die BaFin Werbung untersagen, um Missständen bei der Werbung für AIF gegenüber Privatanlegern und für OGAW zu begegnen. Ein solcher Missstand liegt insbesondere vor, wenn Werbung mit Angaben erfolgt, die in irreführenderweise den Anschein als besonders günstiges Angebot hervorrufen können.

So wäre etwa die Werbung eines Investmentfonds, der seine Fonds mit der Werbung „Discountfonds“ vertreibt, von vornherein irreführend und wäre von der BaFin zu untersagen. Auch insoweit besteht kein Grund, Zertifikate zu privilegieren.

Es gibt zahlreiche weitere Beispiele, mit denen Anleger durch gezielt irreführende Bezeichnungen getäuscht wurden.<sup>11</sup>

## **7. Täuschung der Anleger beim Vertrieb der Zertifikate**

Regelmäßig werden Anleger beim Vertrieb der Zertifikate über das tatsächlich vorhandene Ausfallrisiko getäuscht. So wird Kunden etwa eine Risikostreuung vorgespiegelt, obwohl die Strukturierung des Zertifikats mit einer Risikopotenzierung verbunden war. So hatte beispielsweise die UBS Deutschland AG H.E.A.T. Mezzanine Zertifikate mit einem Anschreiben an Anleger vertrieben, in dem ausgeführt wurde,

---

<sup>11</sup> siehe auch *Klaus Rotter*, Zwölf Gründe, den Vertrieb strukturierter Finanzinstrumente zu beschränken, *VuR* 2010, S. 371 ff.

dass man beim Erwerb dieses Zertifikats kostengünstig breit diversifiziert in ein Mittelstandsportfolio investieren könne. Tatsächlich handelte es sich aber gerade nicht um eine gestreute Investition in ein Mittelstandsportfolio, sondern die Anlage war nach dem Wasserfallprinzip konstruiert, so dass zunächst die Seniortranche bedient wurde und erst im zweiten Rang die Inhaber der Zertifikate bedient wurden. Dies hatte den Effekt, dass schon bei dem Ausfall von wenigen Portfoliounternehmen die Anleger einen Totalverlust erlitten. Die zuvor genannten Relax Express Zertifikate stellen auch ein typisches Beispiel dar, indem den Kunden eine nicht vorhandene Risikostreuung vorgespiegelt wurde.

## **8. Zertifikate in den USA nur für zertifizierte Investoren zugelassen**

Insbesondere aufgrund der geschilderten Risiken, die für Anleger mit der Anlage von Ersparnissen in Zertifikaten verbunden sind, dürfen diese in den USA nicht vertrieben werden. Hierauf weisen diverse Basisprospekte der verschiedenen Emittenten auch hin. So hätte Lehman Brothers ihre Zertifikate, die sie in Deutschland ungehindert und massenweise an Privatanleger veräußert haben, in den USA zuerst bei der Wertpapieraufsicht SEC registrieren lassen müssen. Diese Registrierung bei der SEC ist aber nicht nur ein formaler Akt, sondern die Bank, die eine solche Registrierung und Verkaufserlaubnis in den USA erlangen möchte, muss umfassend alle Berechnungsgrundlagen offenlegen und einen umfangreichen Fragenkatalog beantworten, bevor eine solche Registrierung erfolgt. Anders als die BaFin führt die SEC hierbei eine vollumfängliche Prüfung des Finanzprodukts durch. Dementsprechend wären die Zertifikate von der SEC nur zugelassen worden für besonders zertifizierte Investoren, die sehr erfahren sind und auch hohe Risiken einschätzen und tragen können.

Dementsprechend raten auch in Deutschland führende Berater für institutionelle Investoren ihren Kunden aufgrund der bei Zertifikaten bestehenden Intransparenz und der oft nicht klar einschätzbaren Risiken von dem Erwerb von Zertifikaten ab.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Der Verfasser ist Mitglied des Vorstands des sächsischen Rechtsanwaltsversorgungswerks und in dieser Funktion mit den anderen Vorstandsmitgliedern für die Verwaltung eines großen dreistelligen Millionenvermögens verantwortlich.

#### **IV. Fazit**

Abschließend kann festgehalten werden, dass Zertifikate für Anleger riskanter und intransparenter als andere Anlageformen sind. Insoweit besteht keinerlei Grund, Zertifikate gegenüber anderen Anlageformen, die zwischenzeitlich bereits dem KAGB unterfallen, weiter zu privilegieren.

Der Gesetzgeber könnte mit einem entsprechenden klarstellenden Satz etwa in § 1 KAGB sicherstellen, dass vom Begriff des Investmentvermögens auch strukturierte Anleihen insbesondere Zertifikate erfasst werden. Damit wäre gewährleistet, dass klassische Industrie- und Staatsanleihen, bei denen die Rückzahlung allein davon abhängt, ob der Schuldner seine Zahlungspflichten erfüllen kann oder nicht, von dem KAGB weiter ausgenommen bleiben.