

# Stellungnahmen der Branche zum Entwurf des Investmentgesetzes

## Aus Sicht des BMF

**„Das Investmentgesetz ist das Startprojekt für die Initiative zur Deregulierung und zum Bürokratieabbau im Finanzsektor.“**

**1. Deregulierung:** Nach dem Koalitionsvertrag ist das Investmentgesetz das Startprojekt für die Initiative zur Deregulierung und zum Bürokratieabbau im Finanzsektor. Der Entwurf enthält zahlreiche Maßnahmen zur Deregulierung und Verbesserung der Innovationsfähigkeit der Branche, wie etwa die Aufhebung der Meldepflichten nach § 10 des Investmentgesetzes, die Einführung gesetzlicher Fristen für die Genehmigung von Fondsprodukten und die Abschaffung von Regelungen, die vor allem dem Schutz von Privatanlegern dienen, im Spezialfondsbereich, der institutionellen Anlegern vorbehalten ist.

Die Regelungsdichte des Investmentgesetzes wird auf die Harmonisierungsvorgaben der EU-Investmentrichtlinie (sogenannte OGAW-Richtlinie) zurück geführt. Die Kreditinstitutseigenschaft der Kapitalanlagegesellschaften wird aufgehoben und bereits jetzt die voraussichtlich im Frühjahr in Kraft tretende OGAW-Durchführungsrichtlinie zur Erwerbbarkeit von Vermögensgegenständen berücksichtigt.

**2. Förderung von Produktinnovationen:** Mit den neuen Infrastrukturfonds (ÖPP-Fonds) kann vermehrt privates Kapital für öffentlich-private Partnerschaften mobilisiert werden und der ÖPP-Markt Privatanlegern zugänglich gemacht werden.

Die neue Assetklasse Sonstige Sondervermögen bietet aufgrund seiner liberaleren Anlagebestimmungen ein Vehikel zur Auflage von innovativen Produkten.

Die Investmentaktiengesellschaft mit variablem Kapital wird so ausgestaltet, dass sie einem richtlinienkonformen Sondervermögen gleichwertig ist und damit ihre Aktien nunmehr auch grenzüberschreitend unter

Inanspruchnahme der Erleichterungen aus der OGAW-Richtlinie vertreiben kann. Damit steht der Branche und dem Anleger das in Luxemburg verbreitete Anlageinstrument „SICAV“ (Société d'investissement à capital variable) auch in Deutschland uneingeschränkt zur Verfügung.

**3. „Reregulierung“ Offener Immobilienfonds:** Das Produkt Offener Immobilienfonds soll durch die Schaffung zweier Fondskategorien, eine Reform der Bewertungsvorschriften, eine Änderung der Rücknahmeregeln (Abweichung von der bisherigen Verpflichtung zu täglicher Rücknahme der Fondsanteile wird ermöglicht) sowie durch die Verpflichtung, geeignete Risikossysteme einzurichten, national für den Anleger dauerhaft attraktiv bleiben und als Leitbild für die ange-

strebte Aufnahme des Produkts in die OGAW-Richtlinie dienen.

**4. Verbesserung der Corporate Governance:** Mit der Bestellung eines unabhängigen Anlegervertreeters in den Aufsichtsrat sowie den Vorgaben zur Auswahl einer konzernfremden Depotbank gibt der Gesetzgeber ein notwendiges Signal zur Stärkung der Corporate Governance, die zukünftig von der Branche freiwillig ausgefüllt werden kann. Hierdurch kann das Vertrauen des Anlegers in Fondsprodukte nachhaltig gestärkt und dazu beigetragen werden, dass sich diese Produkte gegenüber weniger regulierten Finanzmarktprodukten absetzen und behaupten können.

## Aus Sicht des BVI

**„Der Entwurf erreicht noch nicht das Ziel, den Investmentstandort Deutschland im europäischen Wettbewerb zu stärken.“**

„Vorbemerkung: Der Entwurf der Novellierung des Investmentgesetzes enthält eine ganze Reihe positiver Maßnahmen, die der Liberalisierung und Entbürokratisierung dienen. Dies gilt zum Beispiel für die Streichung international unüblicher Meldepflichten, die Beschleunigung des Genehmigungsverfahrens, die Einführung einer Fondskategorie ‚Sonstige Sondervermögen‘, die Liberalisierung der Anlagevorschriften für Spezialfonds, Verbesserungen bei der Regulierung von Hedgefonds und die Weiterentwicklung der Regelungen zur Investment-Aktiengesellschaft.

Dennoch erreicht der Entwurf noch nicht das Ziel, den Investmentstandort Deutschland im europäischen Wettbewerb zu stärken. Das über weite Strecken erkennbare Bemühen um eine Verbesserung der Standortbedingungen für deutsche Investmentfonds wird durch Passagen gefährdet, die offensichtlich das genaue Gegenteil bewirken.

*Am 18. Januar 2007 hat das Bundesministerium der Finanzen den Entwurf zur Änderung des Investmentgesetzes veröffentlicht, mit dem das deutsche Investmentrecht grundlegend novelliert werden soll. Dieser Entwurf befindet sich derzeit in der ersten internen und externen Abstimmung des BMF. Den Planungen nach soll mit Erscheinen dieses Heftes, also am 1. Februar 2007, eine erste Anhörung im BMF zu den bis dahin vorliegenden Stellungnahmen stattfinden. Die Redaktion veröffentlicht im Folgenden die begleitende Stellungnahme des Bundesfinanzministeriums, eine erste Einschätzung des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. sowie Bewertungen aus der Deutschen Bundesbank und von der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) im Wortlaut. Die Prüfung und Kommentierung des 236-seitigen Dokuments aus Sicht der Praxis wird in dem üblichen Procedere eines Gesetzgebungsverfahrens in den kommenden Monaten gewiss noch um neue Aspekte bereichert. In Kraft treten soll das Gesetz am 1. Juli 2007. (Red.)*

## Dokumente

Beispielsweise stärkt der Entwurf die Zukunftsfähigkeit der Offenen Immobilienfonds noch nicht in hinreichendem Maße. Auch sind neue Vorschriften vorgesehen, die deutsche Investmentfonds im Wettbewerb schwächen können, weil sie im Vergleich zum europäischen Ausland eine Überregulierung darstellen.

### I. Offene Immobilienfonds

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht vor, dass Immobilien nach dem ‚österreichischen Verfahren‘ bewertet werden. Die geplante Neuregelung suggeriert zu Unrecht, in der Vergangenheit sei falsch bewertet worden. Für direkt gehaltene Immobilien sollen demnach zwei unabhängige Sachverständige zwei vorläufige Verkehrswerte ermitteln und bei zu großen Abweichungen gegebenenfalls einen Obergutachter entscheiden lassen.

**Stellungnahme:** Es existieren keinerlei Erkenntnisse für einen Vorteil des geplanten Verfahrens gegenüber dem bewährten Verfahren. Das Modell eines kleinen und noch jungen Marktes für Offene Immobilienfonds wie Österreich (Volumen etwa eine Milliarde Euro) ist als Modell für den deutschen Markt nicht geeignet, weil es seine Praxistauglichkeit noch nicht unter Beweis gestellt hat. Es führt außerdem nicht zu ‚richtigeren‘ Ergebnissen.

Die Bewertung durch unabhängige Sachverständigenausschüsse, in denen mindestens drei Sachverständige ihre unterschiedliche Expertise und Markteinschätzung zusammenführen und im fachlichen Dialog zu einem Verkehrswert verdichten, hat sich über Jahrzehnte und gerade auch in der jüngsten Vergangenheit bewährt.

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht vor, dass die Bewertung von indirekt über Immobiliengesellschaften gehaltenen Immobilien künftig nicht mehr von unabhängigen Sachverständigen durchgeführt werden soll, sondern von der Kapitalanlagegesellschaft selbst.

**Stellungnahme:** Der BVI lehnt die Pläne kategorisch ab. Anderenfalls ist folgender Effekt zu befürchten (beispielhaft): Ein Fonds könnte zu 60 Prozent Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften und zu 40 Prozent Liquidität enthalten und würde

dann alleine von der Kapitalanlagegesellschaft bewertet werden.

Weitere Konsequenz der geplanten Neuregelung wäre, dass eine Kapitalanlagegesellschaft zum Beispiel nach dem Niederwertprinzip, die andere nach dem ‚Fair Value‘-Prinzip oder einem anderen zulässigen Ansatz vorgehe. Dies stellte einen Rückschritt gegenüber der derzeitigen einheitlichen Maßgeblichkeit des durch Sachverständige ermittelten Verkehrswertes indirekt gehaltener Immobilien dar.

**BMF-Vorschlag:** Die derzeit vorgesehene Ausgestaltung der Fondskategorie ‚renditeorientiert‘ entspricht nicht den Erwartungen, die die Branche und die Anleger mit dieser Bezeichnung verbinden (etwa Anlagerestriktionen).

**Stellungnahme:** Ein bestehender Offener Immobilienfonds, der sich in einen Fonds der Kategorie ‚renditeorientiert‘ umwandelt, sollte insbesondere bei der indirekten Investition über Immobiliengesellschaften über bedeutend mehr Flexibilität verfügen.

Für diese Fondskategorie sollte der Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an Immobiliengesellschaften ohne Begrenzung möglich sein. Auch die Beteiligung an mehrstufigen Gesellschaftskonstruktionen sollte vorgesehen werden. Parallel dazu wären flexiblere Regelungen zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Immobiliengesellschaften und zur Nutzung von Beteiligungen als Kreditsicherheit vorzusehen.

### II. Bürokratieaufbau schadet Fondsstandort Deutschland

Einzelmaßnahmen des Entwurfes führen im internationalen Vergleich zu erhöhter Bürokratie und zu einer Benachteiligung deutscher Fondsgesellschaften. Dadurch wird das Ziel gefährdet, den Investmentstandort Deutschland zu fördern.

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht vor, dass Transaktionskosten von Investmentfonds in einer ‚Transaktionskostenquote‘ veröffentlicht werden sollen.

**Stellungnahme:** Der Begriff ist irreführend und missverständlich. Eine solche Kennzahl gibt es bei ausländischen Fonds nicht. Die Folge: Deutsche Investmentfonds würden

optisch verteuert. Die Ermittlung einer ‚Transaktionskostenquote‘ ist zudem nur schwer möglich und bietet dem Anleger keine Vorteile.

Die bisher entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln veröffentlichte und international eingeführte Ter (Total Expense Ratio) legt dem Anleger bereits die laufenden, regelmäßigen Kosten eines Sondervermögens in einem Geschäftsjahr offen.

Neue Transparenzerfordernisse dürfen – wenn überhaupt – nur für alle Produkte eingeführt werden. Jede isolierte Verschärfung für deutsche Investmentfonds ist ungerechtfertigt und wird von der deutschen Investmentbranche kategorisch abgelehnt.

Investmentfonds sind, nicht nur im Hinblick auf die Kosten, das transparenteste Anlageprodukt für Privatanleger. Die Fondsanlage bietet ein Höchstmaß an Kostentransparenz mit den vielfältigen Kostenangaben einschließlich der Gesamtkostenquote (Ter) im vereinfachten und ausführlichen Verkaufsprospekt sowie der erschöpfenden Darstellung angefallener Kosten in der Ertrags- und Aufwandsrechnung, die im Jahresbericht veröffentlicht wird.

Das Transparenzniveau hinsichtlich der Kostenbelastung bei Investmentfonds liegt derzeit weit über jenem konkurrierender Anlageprodukte, insbesondere von Zertifikaten oder Kapitallebensversicherungen. Sollte das BMF also Handlungsbedarf hinsichtlich der Kostentransparenz bei Anlageprodukten sehen, wäre dieser am wenigsten im Bereich der Investmentanlage gegeben.

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht einen Transaktionskostenabschlag bei Rückgaben von mehr als 100 000 Euro bei bestimmten Publikumsfonds vor.

**Stellungnahme:** Es gibt im In- wie im Ausland zwar einzelne Fonds, die einen Rücknahmeabschlag vorsehen. Es gibt hingegen innerhalb der EU keinen Gesetzgeber, der Derartiges vorschreiben würde. Es handelt sich daher im europäischen Vergleich um eine Überregulierung, die sich äußerst negativ auf die Attraktivität bestimmter deutscher Investmentfonds und damit auf den Investmentstandort Deutschland auswirken würde.

## Dokumente

Ein Transaktionskostenabschlag bei Rückgaben über 100 000 Euro wäre in vielen Fällen auch nicht interessengerecht. Der Abschlag würde unabhängig davon anfallen, ob dem Fonds zeitgleich Mittel zufließen, wäre also auch zu entrichten, wenn im Fonds keinerlei Transaktionskosten anfallen.

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht unter Hinweis auf die Praxis in Ländern angelsächsischer Prägung vor, dass die Depotbank nicht demselben Konzern angehören soll wie die Kapitalanlagegesellschaft, beziehungsweise verlangt eine Erklärung, wenn eine konzernangehörige Depotbank beauftragt wird.

**Stellungnahme:** Der Hinweis in der Gesetzesbegründung auf die Praxis in Ländern angelsächsischer Prägung geht fehl, weil die dortige Trennung allein auf historisch bedingte Unterschiede zum deutschen Universalbankensystem zurückzuführen ist.

Tatsächlich wird die Einhaltung der Depotbankverpflichtungen bereits heute von Wirtschaftsprüfern geprüft. Gravierende Verstöße der Depotbanken oder gar eklatantes Fehlverhalten aufgrund von Interessenkonflikten sind in den letzten Jahren nicht bekannt geworden.

Es ist daher nicht gerechtfertigt, gewachsene Strukturen zu verändern und einen schwerwiegenden Eingriff in die Vertragsfreiheit der beteiligten Unternehmen vorzunehmen.

Ferner ist ein Depotbankwechsel auch mit einem hohen Kostenaufwand verbunden. Vielfach können die Depotbankaufgaben gerade wegen der zumeist einheitlichen IT-Landschaften im Konzern besonders effektiv und kostengünstig ausgeführt werden.

**BMF-Vorschlag:** Der Entwurf sieht vor, einen unabhängigen Vertreter als Mitglied des Aufsichtsrats einzusetzen.

**Stellungnahme:** Eine Regelung ist überflüssig. Der Entwurf ignoriert die Selbstregulierungsmaßnahmen der Branche. Um die Wahrnehmung der Interessen der Anleger zu verbessern, hat die deutsche Investmentbranche nach einer umfassenden Meinungsbildung im vergangenen Jahr ihre Wohlverhaltensregeln weiterentwickelt.

Nach Grundsatz II a Nr. 8 der Wohlverhaltensregeln gehört seitdem die Bestellung eines Aufsichtsratsmitglieds, das von Eigentümern, mit ihnen verbundenen Unternehmen und Geschäftspartnern der Kapitalanlagegesellschaften unabhängig ist, zu den geeigneten Vorkehrungen. Mehrere große Kapitalanlagegesellschaften verfügen bereits jetzt über unabhängige Aufsichtsratsmitglieder.

### III. Provisionsmodelle liberalisieren

**BMF-Vorschlag:** § 125 InvG wird auf ausländische Fonds ausgedehnt. Bisher war es für in Deutschland domizillierte Fonds – im Gegensatz zu EU-Auslandsfonds – nur eingeschränkt möglich, die Vergütung der Vermittlungsleistung bei Fondssparplänen zu Anfang der Vertragslaufzeit vorzunehmen.

**Stellungnahme:** Der BVI spricht sich bereits seit längerem für die Liberalisierung von Provisionsmodellen und damit für die ersatzlose Streichung des § 125 InvG aus. Die jetzt vorgesehene Ausdehnung der Beschränkungen auf EU-Auslandsfonds führt zwar zu einer Gleichbehandlung deutscher und ausländischer Fonds, schadet jedoch der Investmentbranche insgesamt.

Weil beim Vertrieb langfristiger Sparprodukte die Hauptleistung des Vermittlers im Zusammenhang mit dem Vertragsschluss erbracht wird, ist es gerechtfertigt, die Vergütung dieser Leistung optional ebenfalls zu Anfang der Vertragslaufzeit vorzunehmen, sofern der Kunde dem zustimmt.

Gesetzliche Beschränkungen bei der Gestaltung von Provisionsvereinbarungen für Vertriebsleistungen bei Investmentfonds sind sachlich nicht gerechtfertigt, negieren die tatsächliche Aufwandssituation im Fondsvertrieb und stellen einen schwerwiegenden Eingriff in die Vertragsautonomie dar. Darüber hinaus führen sie zu einer Wettbewerbsbeeinträchtigung gegenüber konkurrierenden Anlageprodukten.

Wir stehen auf dem Standpunkt, dass schon aus Wettbewerbsgründen die Anforderungen an die Vertriebsprovisionierung von Anlageprodukten – wenn überhaupt – nur allgemein und unabhängig vom jeweiligen Produkttyp formuliert werden können. Zudem hat sich die Branche in den

BVI-Wohlverhaltensregeln zu umfassender Transparenz bei ‚gezilmmerten‘ Sparplänen verpflichtet. Diese Selbstverpflichtung wird in der Praxis strikt eingehalten.“

## Aus Sicht der Bundesbank

**„Die Bundesbank hat bei drohenden systemischen Effekten keine Optionen des stabilisierenden Gegensteuerns mehr.“**

In den vergangenen Jahren hat der deutsche Gesetzgeber eine Reihe von legislativen Neuerungen auf den Weg gebracht, die zugleich zu einem leistungsfähigeren als auch robusten Kapitalmarkt beitragen. Sie dienen damit auch unmittelbar dem für die Öffentlichkeit letztlich belangvollen Zweck: der Stärkung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit.

Die zu beratende Investmentgesetz-Novelle steht grundsätzlich in dieser Linie (Investment-Modernisierungsgesetz von 2004, Umsetzung der EU-Prospekt- und Transparenz-Richtlinien, neues REITs-Gesetz). Sie verfolgt den Ansatz, dass Kapitalmärkte transparent und verlässlich sein sollten, wenn sie sowohl für Anleger als auch für Mittelaufnehmer attraktiv sein sollen. Das ist auch die grundsätzliche Ausrichtung der europäischen MiFID- und OGAW-Richtlinien, deren Umsetzung in deutsches Recht der Entwurf der zu erörternden Novelle teilweise dient.

### Zwei gravierende Mängel

Aus einer zweckorientierten Perspektive weist der Novellentwurf allerdings zwei gravierende Mängel auf. Der erste betrifft die Stabilitätsdimension. Hier geht es darum, dass im Wege des geplanten Wegfalls der Kreditinstitutseigenschaft für Kapitalanlagegesellschaften sowohl Informationsquellen verstopft als auch korrigierende Eingriffsmöglichkeiten im Wege der Solvenzaufsicht unterbunden werden.

Diese stellen aber notwendige Voraussetzungen dafür dar, dass die Bundesbank die Sicherstellung der Finanzmarktstabilität gewährleisten kann.

Der zweite kritische Punkt betrifft die strikteren administrativen Vorgaben bei

## Dokumente

den Regeln der Corporate Governance für Kapitalanlagegesellschaften. Demnach sollen diese künftig, unabhängig von der betriebswirtschaftlich-funktionalen Zweckmäßigkeit, in der Regel auf konzernfremde Depotbanken bei ihrer Geschäftsabwicklung zurückgreifen.

### Kosteneffektivität der Aufsicht

Im Lichte der Kosteneffektivität der Aufsicht, ist die Mehrzahl der Erleichterungen, die die Kapitalanlagegesellschaften durch die Neuregelung erfahren – wie zum Beispiel die Vereinfachung der Informations- und Meldepflichten oder die Vermeidung aufsichtsrechtlicher Doppelarbeit – aus der Sicht der betroffenen Institute fraglos zu begrüßen. Hier geht es zugleich um eine effizientere, ressourcensparende Aufsicht, die deren Wirksamkeit eher fördert. Da stets der Nutzen einer Regulierung gegen deren Kosten abzuwägen ist, unterstützt die Bundesbank deshalb diese Aspekte der Investmentgesetz-Novelle.

Aus der Sicht der Fonds ist natürlich auch die Forderung nach in der EU gleichen Wettbewerbsbedingungen legitim. Dieses Ziel lässt sich aber einfacher über entsprechende Ausnahmeregelungen im KWG erreichen.

Rechtssystematisch genügt ein solcher rekurrenter Ansatz zudem dem Prinzip, alle erlaubnispflichtigen – weil funktional äquivalenten – Dienstleistungen der Unternehmen des Banken- und Wertpapiersektors der Aufsicht des KWG zu unterwerfen. Bemerkenswert ist überdies, dass die Aufsicht gemäß den Regeln des KWG durchaus auch als ein Gütesiegel mit positiver Signalwirkung verstanden werden kann.

Der Wegfall der Kreditinstitutseigenschaft von Kapitalanlagegesellschaften ist in der Investmentgesetz-Novelle allerdings gleichzeitig mit zwei substantiellen Nebenfolgen verbunden: Sie bedeutet einmal das Ende der Informationsflüsse von Kapitalanlagegesellschaften zur Bundesbank. Das ist natürlich nicht zwingend, also kein inhärenter Bestandteil der veränderten Kreditinstituts-Definition. Ebenso wenig ist die daran geknüpfte Entpflichtung der Bundesbank aus der Solvenzaufsicht sachlich geboten. Sie führt, mit Blick auf die betrieblichen Umsetzungskosten, zu bestenfalls marginalen Erleichterungen.

(Diese ließen sich weit effektiver durch schlankere Aufsichtsprozeduren und die Verringerung redundanter Kontrollen erzielen.) Sie bedeutet aber gleichzeitig, und das ist das durch die Novelle geschaffene aufsichtliche Problem, dass die Bundesbank bei drohenden systemischen Effekten, die aus kritischen Situationen herrühren könnten, keine Optionen des stabilisierenden Gegensteuerns mehr hat.

Diese Neudefinition ist also nicht nur begrifflich, sondern substantiell: Sie erschwert die Gewährleistung der Finanzmarktstabilität. So wird den von der Deutschen Bundesbank erstellten – und auch im Rahmen der FSAP-Prozesse des IWF erforderlichen – Stresstests ihre Datenbasis entzogen. Derartige Diagnosen und Szenario-Analysen sind aber für eine mit der Aufgabe – aus funktional einsichtigen Gründen – betraute Institution offenkundig unabdingbar.

Eventuell erforderliche Stabilisierungsmaßnahmen der Bundesbank können nur wirksam sein, sofern sie ein möglichst umfassendes Bild der finanziellen Situation aller relevanten Beteiligten hat – und zwar unabhängig von der Bezeichnung oder Etikettierung. (Das ist genau der Unterschied zwischen einer funktional beziehungsweise einer institutionell ausgerichteten Aufsicht.) Hier geht es natürlich um die funktionale Leistungsfähigkeit.

### Relevante Informationen erforderlich

Dass institutionelle Investoren und damit auch die Kapitalanlagegesellschaften in erheblichem Umfang Bedeutung für die Finanzmärkte haben, ist offenkundig. Tatsächlich nimmt vor dem Hintergrund des vielfach beschriebenen Bedeutungsverlustes des klassischen Einlagegeschäftes (die oft bemühte Disintermediation) sowie der gleichzeitig stattfindenden Institutionalisierung der Sparkapitalbildung das Gewicht der Kapitalanlagegesellschaften merklich zu. (Belege, die in die gleiche Richtung deuten, findet man auch auf der Aktivseite des klassischen Bankgeschäftes.) Aus einer zweckorientierten Sicht ist es deshalb erforderlich, dass die Deutsche Bundesbank – unbenommen von der neuen Nomenklatur des Entwurfs eines Investmentgesetzes – alle Informationen, die sie zur Erfüllung ihrer Finanzstabilitätsaufgabe benötigt, weiterhin erhält. Diese Einbin-

dung ist zunächst aufgrund des zwischen Banken und Kapitalanlagegesellschaften existierenden Risikoverbundes funktional geboten.

### Makrodimension der Stabilitätsaufgabe

Hinzu kommt die Makrodimension der Stabilitätsaufgabe, also die Absicherung gegen potenziell systemische Folgen von virulent werdenden Risiken. In stärker kapitalmarktgeprägten Systemen, derartige kritische Situationen schon gelegentlich zu bewältigen hatten, ist es international üblich und unumstritten, dass die Notenbanken diese Aufgabe wahrnehmen und deshalb selbstverständlich auch über die erforderlichen Informationen verfügen. Auf internationaler Ebene (G7, G10, IWF) finden auch Erörterungen statt, in denen die Bundesbank kompetent mitreden können muss, wenn sie deutschen Positionen Geltung verschaffen soll. Das geht offenkundig nicht ohne eine robuste Datenbasis.

Kurzum, die Einbindung der Deutschen Bundesbank in die Solvenzaufsicht für Kapitalanlagegesellschaften ist eine notwendige Voraussetzung, für die Sicherstellung der Aufsichtsqualität und damit auch eine effektive Erfüllung der Finanzstabilitätsaufgabe. Im Übrigen hat das kürzlich veröffentlichte Gutachten des DIW zur Bewertung der Aufsicht in der Kreditwirtschaft gezeigt, dass die Bundesbank hier komparative Vorteile auch in der Einschätzung der betroffenen Institute hat.

Diese sind sowohl in ihrer Marktnähe als auch ihrer – dank der Hauptverwaltungen der Deutschen Bundesbank – dezentralen Verankerung vor Ort begründet. Hier gibt es allerdings Möglichkeiten der Optimierung durch eine präzisere Aufgaben- und Verantwortlichkeitsabgrenzung, die dem Grunde nach im Bundesbankgesetz angelegt ist. Die Bundesbank hat betont, dass sie – unter Gewährleistung ihrer institutionellen Autonomie, die zudem zu den Basler Kernprinzipien einer guten Aufsicht zählt – bereit und vor allem fähig ist, bei diesen Aufgaben mehr Verantwortung zu übernehmen.

Ebenfalls aus einer funktionalen Perspektive, die Kosten und Nutzen von Regulierungen im Auge behält, sieht die Deutsche Bundesbank einen weiteren vermeintlich nur technischen Aspekt des Entwurfes ei-

## Dokumente

ner Investmentgesetz-Novelle für dringend korrekturbedürftig an. Es geht um die Aufforderung, in der Regel konzernfremden Banken die Depotfunktion zu übergeben.

Die Rechtfertigung für diese administrative Vorgabe ist ein behaupteter Interessenkonflikt. Dessen Lösung, so die inzwischen typische, aus einem anderen Rechtskontext übernommene Reaktion ist es, dieser Aufforderung entweder Folge zu leisten (die regelmäßige Erwartung) oder sein deviantes Verhalten zu erklären. Daraus erwachsen eine Stigmatisierung und ein Druck, sich anforderungsentsprechend zu verhalten.

### Depotfunktion an konzernfremde Banken?

Es ist zuzugestehen, dass es einen Interessenkonflikt geben könnte. Die Frage aber ist, wie gravierend dieser de facto ist. Wichtiger noch ist, ob die etwas mechanistische Reaktion des regelmäßig erwarteten Outsourcens aus Gründen des verfolgten Zweckes tatsächlich erforderlich ist. Nach Auffassung der Deutschen Bundesbank ist dies nicht der Fall. Zunächst geht es um die Frage, ob es funktional gleichwertige, allerdings mit weniger Nutzenverlusten verbundene Alternativen gibt. Es geht mithin um eine einfache Effizienzfrage. So sind einmal verfahrensmäßige Absicherungen unternehmensintern vorstellbar, die teilweise in anderen Geschäftsfeldern etabliert sind, die kosteneffektiv den verfolgten Zweck erfüllen.

Zum anderen führt der auf Entkoppelung bestehender, ökonomisch begründeter Abwicklungsprozesse zielende Erwartungsdruck fraglos zu höheren Kosten. Diese Kostensteigerungen rühren aus der administrativ verordneten Aufspaltung betriebswirtschaftlich zweckmäßiger Wertschöpfungsketten.

In einer wettbewerblichen Umgebung ist es eindeutig, dass diese Kosten weitergewälzt werden, also zu Lasten der vermeintlich geschützten Anleger gehen. Da die Wertschöpfungsketten in prozessualen Synergien ihre wirtschaftliche Begründung finden, werden Kapitalanlagegesellschaften in der Folge darüber hinaus einen Anreiz haben, aus jenen Standorten anzubieten, die das Heben dieser Effizienzvorteile erlauben.

Die Deutsche Bundesbank urteilt stets aus einer funktionalen oder aufgabenorientierten Perspektive. Dabei hält sie es für unabdingbar, dass auch Bewährtes immer wieder auf den Prüfstand von Kosten-Nutzen-Abwägungen gestellt werden sollte. Deshalb sollen Regulierungen zweckgerecht und kostengünstig sein. Aus dieser konstruktiven Perspektive halten wir die beiden vorgeschlagenen Änderungen in der Investmentgesetz-Novelle nicht nur für nicht zweckgerecht, sondern für Vorgaben, die von den angestrebten Zielen wegführen.

Dennoch, um es nochmals zu unterstreichen, die Bundesbank unterstützt viele der mit dem Entwurf einer Investmentgesetz-Novelle verbundenen Neuerungen. Grundsätzlich werden dadurch die Voraussetzungen für einen modernen Verbraucherschutz verbessert. Zu dieser Ausrichtung passt es, dass – gemeinsam mit dem Bundesministerium der Finanzen und im Rahmen der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) – die Deutsche Bundesbank sich bei Vorhaben, die der finanziellen Allgemeinbildung dienen, erheblich engagiert.

### Voraussetzungen für mündige Anlageentscheidungen

Den Menschen die Voraussetzungen für mündige Anlageentscheidungen zu liefern, halten wir für eine Daueraufgabe, die angesichts einer immer stärker geforderten Eigenvorsorge nachhaltig an Bedeutung gewinnt. Dazu gehört es aber auch, dass der finanzwirtschaftliche Rahmen solide und robust ist. Dies ist nur mit einer funktional kompetenten Aufsicht zu gewährleisten.

*Prof. Hans-Helmut Kotz, Mitglied des Vorstandes der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, zuständig für Märkte sowie für IT*

## Aus Sicht der IFD

### „Kein Fortschritt für den Fondsstandort Deutschland.“

**Halbe Rolle rückwärts statt Sprung nach vorn:** Nicht oft gehen bei einem Novellierungsentwurf zu einem Investmentgesetz die Meinungen zwischen Gesetzgeber und Fachwelt über den Nutzen so weit aus-

einander wie beim vorliegenden Entwurf zur Novellierung des Investmentgesetzes (InvG). Während die Politik den Novellierungsentwurf als einen wichtigen Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland charakterisiert, wertet es die Finanzbranche in ihrer überwiegenden Mehrheit wohl anders.

### Keine volle Nutzung der Möglichkeiten des EU-Rahmens

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) wäre besser beraten gewesen, dem im März vergangenen Jahres von der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) vorgelegten Programm zur Deregulierung der Fondsindustrie und zur Stärkung des Investmentstandortes Deutschland viel konsequenter zu folgen. In diesem Programm wird gefordert, im Rahmen des Investmentgesetzes künftig die volle Nutzung der Möglichkeiten des EU-Rahmens zu gewährleisten.

Der Grund liegt auf der Hand: Anbieter, Tätigkeiten und Produkte im Geltungsbereich dieser Richtlinie haben aufgrund des „EU-Passes“ ungehinderten Marktzugang innerhalb der Europäischen Union. Nationale Ordnungsvorstellungen erfordern daher die Einflussnahme bereits auf EU-Ebene. Jede Überschreitung von EU-Standards durch nationale Sonderregelungen benachteiligt inländische Fondsanbieter gegenüber ausländischen Marktteilnehmern. Weiterhin gelte es, so die IFD schon 2006, nationale Stärken bei Fondsprodukten, für die die EU-Investmentrichtlinie nicht gilt, auszubauen.

Vor diesem Hintergrund ist der jetzt vorgelegte Novellierungsentwurf zum InvG nur bedingt geeignet, den Fondsstandort zu fördern. Begrüßenswert ist zwar, dass eine Reihe standortstärkender Maßnahmen vorgesehen sind und Benachteiligungen und Restriktionen, wie etwa bestimmte Organisations- und Meldepflichten, abgebaut werden sollen.

Positiv zu bewerten ist ebenfalls, dass noch bestehende, über EU-Normen hinausgehende restriktive Produktbestimmungen für Investmentfonds angepasst werden. Gleiches gilt für die Weiterentwicklung der Investment-Aktiengesellschaft zu einem Fonds des Gesellschaftstyps (Deutsche SICAV) nach Standard der EU-Richtlinie.

## Dokumente

Weniger gelungen, teilweise sogar kontraproduktiv ist der Entwurf der Novelle dort, wo die Ministerialbürokratie dem Gesetzgeber neue Bürden und Regularien für die Fondsindustrie vorschlägt, die über die EU-rechtlich geforderten Bestimmungen weit hinausgehen. Damit werden nicht nur deutsche Fondsgesellschaften wieder massiv gegenüber ausländischen Anbietern benachteiligt und der Finanzplatz Deutschland geschwächt. Auch den Interessen des Anlegers ist damit letztlich nicht gedient.

**Beispiel 1:** Ein verpflichtender „Rücknahmeabschlag“ für Transaktionskosten bei Anteilsrückgaben von mehr als 100 000 Euro. Damit sollen durch Mittelabflüsse ausgelöste und die Performance für die verbleibenden Anleger beeinträchtigende Transaktionskosten kompensiert werden. Fraglich ist aber, ob dies ein gesetzgeberisches Eingreifen erforderlich macht, denn die vorgeschlagene Regelung kann in ihrer pauschalen Ausgestaltung keineswegs gewährleisten, dass Anleger, die Anteile zurückgeben, „wirklich fair“ mit den von ihnen verursachten Transaktionskosten belastet werden. Zudem würde die Regelung nicht für Fonds gelten, die im Ausland aufgelegt werden.

**Beispiel 2:** Der Ausweis einer Transaktionskostenquote, um dem Anleger vollständige Kostentransparenz zu verschaffen. Wie aus den Diskussionen auf europäischer Ebene bekannt ist, entstehen hier zunächst praktische Probleme, da es keine einheitlichen Standards für die Erfassung und Berechnung dieser Transaktionskosten gibt. Nicht zuletzt deshalb enthält die auch im Rahmen der EU-Investmentrichtlinie auszuweisende Ter keine Transaktionskosten.

Deutsche Fondsgesellschaften würden somit eine optische Verschlechterung wegen vermeintlich zusätzlicher Kosten gegenüber im Ausland aufgelegten Fonds hinnehmen müssen, die dieser Verpflichtung nicht unterliegen.

### Unverhältnismäßiger Eingriff in Marktverhältnisse

**Beispiel 3 – Corporate Governance/Auswahl der Depotbank:** Die im Entwurf geforderte Auswahl einer unabhängigen Depotbank – oder zumindest die explizite öffentliche Begründung bei Abweichung von dieser Regel – zur Verbesserung der

Corporate Governance stellt einen unverhältnismäßigen Eingriff in Marktverhältnisse dar. Hier wird unterstellt, eine Depotbank könne ihre Kontrollpflichten gegenüber der KAG nur dann effektiv und im Interesse der Fondsanleger ausüben, wenn sie mit dieser nicht im Konzernverbund stehe.

Diese Regelung ist absurd, entspricht keineswegs internationalen Standards und kommt einer Schädigung des Finanzplatzes Deutschland gleich. Konzernangehörige Depotbanken werden hier unter einen unbegründeten Generalverdacht gestellt – ein Vorbehalt, der durch keinerlei Tatsachen belegt ist, denn deutsche Kapitalanlagegesellschaften arbeiten seit über einem halben Jahrhundert mit konzernangehörigen Depotbanken zusammen, ohne dass bisher irgendwelche Missstände bekannt geworden wären.

Zudem wird auch eine konzernangehörige Depotbank durch die BaFin und den externen Wirtschaftsprüfer intensiv überwacht. Auch würde sich eine Depotbank bei zu „laxer“ Kontrolle gegenüber den Fondsanlegern schadensersatzpflichtig machen. Eine stringente Aufsicht über den Fonds liegt daher in ihrem ureigensten Interesse.

### Konkrete Nachteile für den Anleger

Umgekehrt ist die konzernfremde Depotbank keineswegs vor Interessenkonflikten gefeit. Eine vertragliche, rein kommerziell getriebene Beziehung zur KAG kann letztlich zu den gleichen potenziellen Abhängigkeiten und Interessenkonflikten führen wie eine gesellschaftsrechtliche Verknüpfung. Zudem würde sich das Depotbankgeschäft bald auf wenige spezialisierte große, meist ausländische Institute konzentrieren. Bei diesen Banken liegt ein erheblicher Teil der Wertschöpfungskette durch ihre Mutterhäuser bedingt im Ausland. Die Folge wäre, dass nicht nur Steuereinnahmen verloren gingen, sondern auch viele Arbeitsplätze in Deutschland in Gefahr wären.

Selbst für den Anleger, den das Bundesfinanzministerium ja schützen will, wäre diese Forderung mit konkreten Nachteilen verbunden. Die Fondsbuchhaltungssysteme und „IT-Landschaften“ der meisten deutschen Kapitalanlagegesellschaften sind auf die Zusammenarbeit mit einer bestimmten Depotbank ausgerichtet, oftmals sogar gemeinsam mit ihr konzipiert worden. Die

Schaffung neuer Schnittstellen zu einer anderen Depotbank würde erheblichen Aufwand verursachen, den letztlich wiederum der Anleger tragen muss.

**Beispiel 4 – Offene Immobilienfonds:** Begrüßenswert ist die Absicht des BMF, weitere Instrumente des Liquiditätsmanagements zu schaffen, da hiermit Fondsschließungen, wie wir sie erlebt haben, zwar nicht völlig ausgeschlossen werden können (und auch nicht müssen), aber doch unwahrscheinlicher werden.

Der vom BMF im Novellierungsentwurf hergestellte Kontext zwischen dem Bewertungsverfahren, der Anlagepolitik der Fonds und der Immobilienfonds-Krise ist dagegen nicht haltbar. Die hier gezogenen gesetzgeberischen Schlussfolgerungen sind deshalb nicht geeignet, die Wettbewerbsposition Offener Immobilienfonds oder gar den Schutz der Anleger zu verbessern.

Für einen Wechsel des bewährten Bewertungsverfahrens gibt es weder einen nachgewiesenen Handlungsbedarf, noch stellt die vorgeschlagene Alternative, das derzeitige Sachverständigenkomitee durch ein Verfahren mit zwei voneinander unabhängigen Gutachtern zu ersetzen, eine zweifelsfreie und signifikante Verbesserung dar.

### Negative Folgen für die Wertschöpfung und die Arbeitsplätze

Im „stillen Kämmerlein“ wurde hier ein Entwurf geschaffen, der in der vorliegenden Form nicht zu einer Stärkung, sondern zu einer Schwächung der deutschen Fondsinindustrie führen wird. Insbesondere die von der IFD gezielt geförderte Tendenz zur Domizilierung von Fonds in Deutschland würde sich vollständig umkehren, wenn der Referentenentwurf in dieser Form umgesetzt wird – und dies mit allen negativen Folgen für die Wertschöpfung und die Arbeitsplätze am Finanzstandort Deutschland.

*Heinz Hilgert, Mitglied des Vorstandes der DZ BANK AG, Frankfurt am Main, und Aufsichtsratsvorsitzender der Union Asset Management Holding. Er vertritt die DZ BANK Gruppe als Sherpa in der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD)*

Die Zwischenüberschriften wurden teilweise von der Redaktion gesetzt.