
POLICY PLATFORM | Policy Letter

Stellungnahme zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der OGAW-Richtlinie der EU- Kommission

Raimond Maurer

Professur für Investment, Portfolio Management und Alterssicherung

März 2011

**An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestages
Herrn Dr. Volker Wissing, MdB
Platz der Republik 1**

11011 Berlin

Fachbereich Wirtschaftswissenschaften

Abteilung Finanzen

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere
Investment, Portfolio Management und Alterssicherung
Prof. Dr. Raimond Maurer

Grüneburgplatz 1 Univ.-Postfach H23
House of Finance
D-60323 Frankfurt am Main
Telefon (069) 798- 33647
Maurer@finance.uni-frankfurt.de
www.finance.uni-frankfurt.de

Datum: 22.Februar 2011

**Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften
betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
(OGAW-IV-Umsetzungsgesetz)**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

der vorliegende Gesetzentwurf hat zum Ziel „die Effizienz des Investmentfondsgeschäfts zu erhöhen“ und gleichzeitig „wichtige Aspekte des Anlegerschutzes verbessert werden“. Die regulatorischen Instrumente um diese Ziele zu erreichen sind u.a.

- die Einführung eines sogenannten „Management-Passports“,
- der Zulassung von „Master-Feeder-Strukturen“,
- dem Wegfall des vereinfachter Verlaufsprospekts zugunsten eines „KID“ in dem wesentliche Anleger-Informationen in europaweit hochstandardisierter Weise dargelegt werden müssen,
- der Möglichkeit grenzüberschreitender Fondsverschmelzungen,
- die Verbesserung der Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden sowie
- die „Re-regulierung“ in der Vergangenheit deregulierter Aspekte, wie die Genehmigung der Kosten- und Gebührenstrukturen.

Bei der Beurteilung der Wirkungen dieser regulatorischen Neuregelungen aus ökonomischer Sicht stellen sich folgende Fragen:

- 1) Inwieweit ergibt sich eine Stärkung/Schwächung des Investmentstandortes Deutschland?
- 2) Inwieweit können sich diese Änderungen positiv für die Anleger in Investmentfonds auswirken und ergeben sich mglw. neue Gefahren?

Die grundsätzlichen (erhofften) Wirkungszusammenhänge wie sich die regulatorischen Maßnahmen ökonomisch positiv für den Investmentstandort und die Anleger auswirken sind wie folgt:

Das vornehmliche Ziel der UCITs Richtlinien ist einen gemeinsamen europäischen Markt für Investment-Dienstleistungen auf Basis wohldefinierter Qualitätsstandards zu erreichen. Der **Produktionsstandort** von Investmentdienstleistungen und der **Absatzmarkt** sollen entkoppelt werden. Regulatorische Hemmnisse, die die eigene Investmentindustrie vor ungewolltem Wettbewerb schützen, sollen beseitigt werden. Dadurch sollen den EU-Bürgern leichter attraktive Investmentfonds auch aus anderen Ländern/Produktionsstandorten zugänglich gemacht werden. Dies steigert den Leistungs- und Preiswettbewerb zwischen den Anbietern von Investmentfonds.

Für wettbewerbsstarke Produktionsstandorte von Investmentdienstleistungen eröffnet ein grenzüberschreitender Vertrieb die Möglichkeit der Ausweitung ihrer Geschäftsaktivitäten auf neue wirtschaftlich attraktive Absatzmärkte. Dies kann für die Kapitalanlagegesellschaften/Standort zu steigenden Umsätzen, durch die Nutzen von Skaleneffekten zu sinkenden Durchschnittskosten und damit steigenden Gewinnen führen. Für den nationalen Investmentstandort kann dies zu Schaffung von zusätzlichen attraktiven Arbeitsplätzen und steigenden Steuereinnahmen führen.

Der Anleger kann profitieren, dass durch grenzüberschreitenden Leistungs-/Preiswettbewerb die Qualität der verfügbaren Investmentdienstleistungen steigt und simultan die Kosten/Gebühren sinken.

Bevor ich nunmehr zu den einzelnen Punkten mit Blick auf die obigen Kriterien Stellung nehmen, möchte ich zuvor die wirtschaftliche Bedeutung von Investmentgesellschaften für den Finanzplatz darlegen und auch auf ausländische Investmentstandorte eingehen.

I. Die Bedeutung von Investmentgesellschaften

Die rund 80 in Deutschland tätigen Investmentgesellschaften gehören mit einem verwalteten Vermögen an inländischen Investmentfonds i.H.v. ca. 1.100 Mrd. Euro (per 11/2010) zu den wichtigsten Akteuren des Finanzplatzes Deutschland und bilden zusammen mit den Geschäfts-/Zentralbanken, den Bausparkassen und Versicherungsunternehmen den Finanzsektor der deutschen Volkswirtschaft. Aus einer makroökonomischen Perspektive befördern Investmentgesellschaften durch das Auflegen von Investmentfonds allgemein die Zusammenführung von Geldangebot- und Geldnachfrage (Kapitalsammelstelle). Ihre mikroökonomische Geschäftsidee besteht darin, privaten wie institutionellen Anlegern den Zugang an der Wertentwicklung und den daraus resultierenden Rendite-/Risikoprofilen der (inter-)nationalen Aktien-, Zins-, Beteiligungs- und Immobilienmärkte zu ermöglichen. Dabei agieren Kapitalanlagegesellschaften nach dem Grundsatz der Risikodiversifikation, setzen das gesamte Spektrum finanzwirtschaftlicher Portfolio-Managementtechniken ein und stellen den Investoren spezifische Transformationsleistungen zu Verfügung.

Der Zielgruppe der **privaten Haushalte** werden die Leistungen von Investmentgesellschaften durch **Publikumsfonds** zur Verfügung gestellt. Durch den Erwerb von Anteilen an Publikumsfonds können private Haushalte mit Einmalbeiträgen

und/oder Spar- und Entnahmeplänen ihren intertemporalen Konsumtransfer in flexibler Form, bereits kleinen Beträgen und unter Wahrung hoher Sicherheitsstandards gestalten. Der Bedarf für derartige systematische Spar- und Entsparprozesse ergibt sich im Rahmen: der **allgemeinen Vermögensbildung** sowie des **zielorientierten Auf- und Abbau eines Altersvorsorgekapitals**.

Per 11/2010 wurden gemäß Kapitalmarktstatistik der Bundesbank 2225 inländischen Publikumsfonds bei ca. 334 Mrd. Euro verwaltet. Bezieht man in diese Zahl die von deutschen KAGs im Ausland (vor allem in Luxemburg) aufgelegten Publikumsfonds ein, erhöht sich gemäß der BVI-Investmentstatistik die Zahl (Fondsvolumen) der Publikumsfonds auf rund 6.600 (710 Mrd. Euro). Insgesamt werden von deutschen KAGs rund 2,7 Millionen Riesterverträge bei einem Anlagevolumen von 5,5 Mrd. Euro und etwa 3,3 Mio. VL-Verträge mit einem Anlagevolumen von 5,4 Mrd. Euro verwaltet.

Ein speziell für **institutionelle Anleger** (Banken, Versicherungsunternehmen, Pensionskassen u.a.) konzipiertes Medium sind **Spezialfonds**. Aus einer betriebswirtschaftlichen Perspektive ermöglicht dieser Fondstypus die Ausgliederung von Teilen der Vermögensanlage und ihre Übertragung an externe Spezialisten. Dies bietet den institutionellen Anlegern eine Reihe spezifischer Vorteile, wie ein professionelles Asset-Management, sowie die Nutzung von Service- und Administrationsleistungen (Berichtswesen, Transaktionsabwicklung, u.a.).

Per 11/2010 wurden ca. 3.800 inländische Spezialfonds mit einem Anlagevolumen von ca. 793 Mrd. Euro aufgelegt. Die entsprechenden Zahlen gemäß der BVI-Statistik, welche ebenfalls die im Ausland aufgelegten Investmentfonds umfasst, differiert hiervon nur leicht (rund 3.900 Spezialfonds/ Volumen von rund 810 Mrd. Euro)

II Zur Bedeutung des (Aufsichts-)Standortes Luxemburg für deutsche KAGs

Ein erheblicher Teil der Leistungen deutschen Kapitalanlagegesellschaften, insbesondere im Bereich der Publikumsfonds, wird formell nicht am (Aufsichts-)Standort Deutschland, sondern im Ausland, insbesondere in Luxemburg, erbracht. Vom Standort Luxemburg werden die dort aufgelegten Investmentfonds

- nach Deutschland „re-importiert“ und an deutsche Anleger vertrieben,
- in andere Länder der EU unter Nutzung der UCITS-Regelungen exportiert,
- in andere Ländern außerhalb der EU (Singapur, Hongkong, u.a.) unter Nutzung der international hoch angesehenen „Qualitätsmarke-UCITS“ exportiert.

Die wirtschaftliche Nutzung deutscher Kapitalanlagegesellschaften des Standortes Luxemburg erfolgt dabei auf zweierlei Art:

- Zum einen werden tatsächlich Leistungsbereiche (Fondsadministration, Portfoliomanagement, usw.) des Asset-Managements wirtschaftlich (d.h. durch Verlagerung von Personal) an den Standort Luxemburg verlagert.
- Zum anderen wird der Standort weitgehend als „Aufsichtsstandort“ genutzt, wobei weite Teile der Asset-Managementleistung weiterhin am Standort Deutschland erbracht werden.

III Anmerkungen zu den einzelnen regulatorischen Komponenten

1. Fondsverschmelzungen

Zielsetzung ist vom Anlagevolumen zu kleine und für die KAG wirtschaftlich unrentable Fonds mit anderen vergleichbaren Fonds zu verschmelzen. Durch Straffung der Produktpalette sollen Kostensenkungspotentialen erreicht werden.

Fondsverschmelzungen waren nach § 40 InvG a. F. möglich. Neu ist die Zulässigkeit grenzüberschreitender Fondsverschmelzungen sowie die deutlich präziseren Regelungen des gesamten Verschmelzungsprozess (§ 40a Verschmelzungsplan, §40b Prüfung, §40c Information, § 40d Anlegerrechte, § 40e Kosten, §40e Wirksamwerden). Die Anlegerrechte werden präzisiert und klargestellt, dass keine Verschmelzungskosten den jeweiligen Sondervermögen belastet werden dürfen.

Beurteilung: Anlegerrechte werden durch die Neuregelung m.E. eher gestärkt. Ob die Zusatzmöglichkeit grenzüberschreitenden Fondsverschmelzungen von den KAGs tatsächlich genutzt wird, bleibt abzuwarten. Die Problematik liegt in den steuerlichen Wirkungen für den nationalen Fiskus. Weiterhin ist fraglich, ob bei der Stärkung der Anlegerrechte an der einen oder anderen Stelle nicht über das Ziel hinausgeschossen wird, d.h. die Verschmelzungskosten höher ausfallen als die Kostenreduktionen der Verschmelzung. In einem solchen Fall würden für die KAG unrentable Fonds weitergeführt, oder eher aufgelöst werden. So ist mir im Moment nicht klar, was es im Massenverkehr vom Aufwand her bedeutet, dass den Anleger die Verschmelzungsinformationen mit einen „dauerhaften Datenträger“ zu übermitteln sind. Eine simple Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger (wer liest den schon?) ist mglw. zu wenig, aber das Versenden (mit Nachweispflichten) von Unmengen von Paper ist im Zeitalter elektronischer Medien m.E. auch nicht optimal.

2. Master-Feederstrukturen

Zielsetzung ist die Konzentration der Asset-Managementleistung auf einen Produktionsstandort (dem des Master-Fonds), die durch die Auflegung von Feeder-Fonds (die min. 85% in Anteile des Masters investieren) in verschiedene (ausländische) Absatzmärkten exportiert wird. Durch die Konzentration (Pooling) des Vermögens aus verschiedenen Absatzkanälen können Skaleneffekte genutzt werden, die spezifischen Rahmen-Vertriebsbedingungen des jeweiligen Absatzmarktes (etwa im Vergleich zum Anteilsklassenkonzept) besser beachtet werden und damit Asset-Management-Leistungen leichter exportiert werden. Eine andere Motivation ist (wieder als Alternative zum Anteilsklassenkonzept) die Ausdifferenzierung der Produktpalette für unterschiedliche (inländische) Anlegergruppen. Weiterhin kann ergibt sich eine Flexibilisierung der Anlagepolitik durch die Möglichkeit 15% des Feeder-Vermögens in Bankguthaben zu investieren oder durch Derivate gezielt Absicherungsmaßnahmen durchzuführen.

Master-Feeder-Strukturen sind als eine Alternative zur Direktzulassung von Fonds in anderen Absatzmärkten und/oder Bildung von Anteilsklassen zu sehen. Adressanten

für sind wohl vornehmlich institutionelle Anleger aus dem Bereich der betrieblichen Altersversorgung (Pension-Pooling), allerdings auch Privatanleger.

Beurteilung: Der Feederfonds durchbricht formal das Gebot der Diversifikation, denn er ist maßgeblich nur in einem Wertpapier (den Anteilen des Masterfonds) investiert. Dies wird wirtschaftlich dadurch behoben, dass der Masterfonds an sich diversifiziert ist. Weitere Gefahren für den Anleger können sich durch den Aufbau von Kaskadenstrukturen ergeben (Master investiert in Feeder und umgekehrt) oder durch intransparente Gebührenbelastungen zwischen Master und Feeder.

Diesen Gefahren (Kaskadenstrukturen, intransparente Gebührenstrukturen, Aushöhlung des Diversifikationsprinzips) ist m.E. durch die detaillierte Regulierung (§ 45a – 45g) der Vertragsbeziehungen zwischen Master und Feeder, der Beziehungen zwischen den Depotbanken von Master/Feeder, Mitteilungspflichten an die Aufsichtsbehörde, Abwicklung/Verschmelzung/Spaltung/Änderung eines Master sowie den Beziehungen/Informationspflichten der Wirtschaftsprüfer des Master/Feeder Fonds ausreichend Rechnung getragen.

3. Einführung eines KID

Zielsetzung: Ein wirksamer Leistungs- und Preiswettbewerb wird sich nur dann wirksam entfalten, wenn die Anleger in Investmentfonds ausführlich und auf sachgerecht informierter Basis Qualitäts- und Preisvergleiche durchführen. Für institutionelle Anleger ist dies naturgemäß weit einfacher als für Privatanleger.

Durch die Einführung eines hochstandardisierten KID, erhofft man sich, dass diese Preis- und Qualitätsvergleiche vor allem durch die Privatanleger leichter durchgeführt werden können. Die hohe europaweit einheitliche Standardisierung des KID ist grundsätzlich sachgerecht. Dies schafft Transparenz für die Anleger und wettbewerbshemmende Sonderanforderungen der nationalen Aufsichtsbehörden (wie zuvor beim vereinfachten Verkaufsprospekt) werden unterbunden.

Beurteilung: Die Wirksamkeit des KID steht und fällt mit der inhaltlichen Ausgestaltung und Akzeptanz durch die Anleger. Während Informationen zur Kostenbelastung noch relativ einfach umzusetzen sind, fällt dies im Bereich der Darlegung der „Qualität“ deutlich schwerer. Der Anleger erwirbt im Kern ein Chance-/Risiko­profil für eine zukünftige, aus heutiger Sicht unsichere Renditeentwicklung. Aktuell werden Risikoinformationen weitgehend durch Rückgriff auf die aus historischen Daten berechnete Rendite-Volatilität ermittelt. Auf dieser Basis werden die Fonds sieben Risikoklassen zugeordnet.

Bei zukünftigen Reformen sollte überprüft werden, ob die Renditevolatilität tatsächlich das geeignete Risikomaß ist. Insbesondere sogenannte Verlustrisikomaße (etwa Value-at-Risk) spielen eine immer größere Rolle. Weiterhin sollte die Ermittlungstechnik der Risikokennziffern (historische Daten versus Simulationsansätze) überprüft werden.

4. Einführung eines Management-Passport

Zielsetzung: Bislang nutzen deutsche KAG den Standort Luxemburg dadurch, dass dort eine KAG gegründet wird, die von der dortigen Behörde beaufsichtigt wird. Es findet somit eine Verlagerung von Personal- und Sachressourcen nach Luxemburg statt. Zukünftig ist es möglich, dass eine deutsche KAG einen Investmentfonds in Luxemburg auflegt, ohne dort eine KAG zu gründen. Die Verlagerung von Personal-/Sachressourcen Ressourcen wird damit reduziert; Kostenreduktionen für die KAGs können genutzt werden.

Beurteilung: Eine hocheffiziente Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden ist zukünftig erforderlich. Der in Luxemburg von einer deutschen KAG aufgelegte Fonds kann durch die Luxemburger Behörde nur wirksam beaufsichtigt werden, wenn eine Abstimmung mit der BaFin erfolgt.

Diese verstärkte Zusammenarbeit ist nur zu begrüßen und sollte dringend eingefordert werden. Sicherlich kostet dies anfänglich für die Aufsichtsbehörden Mehrarbeit. Allerdings ergibt sich dadurch die Chance, dass die konkreten Regulierungspraktiken zwischen den Mitgliedsländern transparenter werden. Wenn eine BaFin der Luxemburger Aufsichtsbehörde „Amtshilfe“ leistet, dann sollte diese genau wissen wie es denn „dort gemacht wird.“ Dadurch kann man einerseits lernen, was tatsächlich qualitativ besser als bei uns gemacht wird. Andererseits wird deutlich, wo mglw. ein geringer Regulierungsstandard von einer ausländischen Behörde angesetzt wird.

Wenn es durch diesen Erfahrungsprozess gelänge, dass verstärkt ausländische Anbieter in Deutschland Investmentfonds auflegen, etwa um aus Deutschland heraus die internationale „Qualitätsmarke UCITS“ für Exporte von Investmentdienstleistungen nach Asien oder Südamerika zu nutzen, wäre dies ein Riesenerfolg. Insbesondere mit der Perspektive der Schaffung von zusätzlichen hochqualifizierten Arbeitsplätzen.

5. Genehmigung von Gebührenstrukturen in den Vertragsbedingungen durch die Aufsichtsbehörde: Performanceabhängige Vergütungen

Zielsetzung: Die verschiedenen Gebühren sind wichtiges Element für die Beurteilung eines Investmentfonds. Diese Gebühren werden erhoben zur Vergütung der Leistung der Kapitalanlagegesellschaft, zur Deckung von bestimmten Aufwendungen der KAG, Depotbank und von Dritten sowie zur Kompensation des Vertriebs. Gebühren werden dem Sondervermögen in Rechnung gestellt (Verwaltungsvergütung/ sonstige Kosten) oder in Form von Ausgabe-/Rücknahmeabschlägen direkt beim Anleger erhoben.

Die Kapitalanlagegesellschaft hat gemäß § 41 InvG n.F die Gebühren in den Vertragsbedingungen anzugeben und nach § 43 InvG n.F. wieder von der Aufsichtsbehörde als integraler Bestandteil der Vertragsbedingungen zu genehmigen.

Beurteilung: Diese Neuregelung ist zu begrüßen. Es geht nicht um einen ungebührlichen Eingriff in die Vertragsfreiheit, insbesondere soll die Aufsichtsbehörde

nicht darüber entscheiden, ob die Höhe einer Vergütung angemessen ist. Der Anleg hat mit dem KID eine gute Möglichkeit, Preisvergleiche durchzuführen.

Wichtig ist dass die Aufsichtsbehörde die Kostentransparenz prüft (was sind zusätzliche externe Kosten, was ist Bestandteil der Verwaltungsvergütung?) und darauf achtet, dass keine Interessenkonflikte durch „unfaire Entlohnungsstrukturen“ auftauchen. Es hat in den USA eine lange Diskussion über die „Fairness“ sogenannter „Performance-Fees“ gegeben. Bei Performance-Fees wird die Verwaltungsvergütung der KAG in Abhängigkeit von der in einem bestimmten Bezugszeitraum erzielten Rendite des Sondervermögens relativ zu einer vorab festgelegten Zielrendite (im Fachjargon „Benchmark“ genannt) berechnet. Dies ist grundsätzlich nicht zu beanstanden, denn es macht Sinn eine KAG für eine durch ihre Leistung erzielten besonders guten Anlageerfolg auch besonders gut zu entlohnen.

Allerdings ist bekannt, dass durch bestimmte Performance-Fees Strukturen nicht unerhebliche Interessenkonflikte zwischen der KAG und Anlegern entstehen können. Die Gefahr besteht darin, dass die KAG das Risikoniveau des Fonds unangemessen (also nicht durch erarbeitete Informationen gestützt) erhöht, um dadurch in den Genuss der Erfolgsvergütung zu gelangen. Dies resultiert daraus, dass in aller Regel die KAG an einer Unterschreitung der Zielrendite („negative Performance“) nicht unmittelbar beteiligt ist, an Überrenditen jedoch partizipiert. Dies entspricht der Zahlungsstruktur einer sogenannten Call-Option und es ist bekannt, dass der ökonomischen Wert dieser Calloption (hier der Wert der Performance-Fee) durch eine Steigerung des Risikoniveaus des Fonds gesteigert steigern kann.

Maßnahmen um diese negativen Anreiz-Wirkungen deutlich zu reduzieren sind:

- die Vereinbarung einer Gewinnobergrenze („Partizipationscap“),
- die Festlegung sogenannter „High-Water-Marks“ (Zeitraum über den eine negative Performance aufgeholt werden muss bevor ein positive Performance-Fee wieder ausgeschüttet wird) und/oder
- die Berechnung einer risikoadjustierten Rendite geeignete Instrumente sind, um diese möglichen Interessenskonflikte zu reduzieren.

Eine fachliche Diskussion, welche Arten von Performance-Fee Vereinbarungen insbesondere für Publikumsfonds angemessen sind, sollte möglichst europaweit angestoßen werden.

IV Gesamtfazit

Der Gesetzentwurf hat m.E. viele Potentiale, um „die Effizienz des Investmentfondsgeschäfts zu erhöhen“ und gleichzeitig „wichtige Aspekte des Anlegerschutzes“ zu verbessern.

Ob eine Steigerung der Effizienz des Investmentgeschäfts tatsächlich eintritt, der Investmentstandort Deutschland gestärkt und für den Anleger Gebühren sinken und die Qualität von für Investmentdienstleistungen steigt, bleibt abzuwarten.

Letztendlich muss dies durch empirische Studien belegt werden. Im Moment ist in der Literatur wenig bekannt, weder über die betriebswirtschaftliche Effizienz von KAG noch über die Entwicklung von Gebührenstrukturen. Dies sollte unbedingt vorangetrieben werden.

Bei Performance-Fees sollte eine Fachdiskussion über deren Angemessenheit für Publikumsfonds geführt werden.

Die Anforderungen an die Aufsichtsbehörden steigen, insbesondere müssen diese grenzüberschreitend effizient zusammenarbeiten. Dies kann ein Schlüssel sein, die Vormachtstellung des Standortes Luxemburgs bei der Nutzung der Qualitätsmarke UCITS zu brechen.

Ich verbleibe mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Raimond Maurer