

**Finanzausschuss**  
**Wortprotokoll**  
**129. Sitzung**

**Mittwoch, den 13.03.2013, 14:00 Uhr**

**Sitzungsort: Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus, Adele-Schreiber-Krieger-  
Straße 1/Schiffbauerdamm, Anhörungssaal 3.101**

**Sitzungssaal:**

**Vorsitz: Dr. Birgit Reinemund, MdB**

**ÖFFENTLICHE ANHÖRUNG**

Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU  
über die Verwalter alternativer Investmentfonds  
(AIFM-Umsetzungsgesetz - AIFM-UmsG)

**BT-Drucksache 17/12294**

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich eröffne die 129. Sitzung des Finanzausschusses. Ich begrüße ganz herzlich die Experten, die uns heute zum „Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz)“ auf Drucksache 17/12294 ihren Sachverstand zur Verfügung stellen. 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 auch die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und - soweit anwesend - die der mitberatenden Ausschüsse. Für die Bundesregierung darf ich Herrn PStS Koschyk (BMF) sowie weitere Fachbeamte des Bundesministeriums der Finanzen begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder und - soweit anwesend - die Vertreter der Medien. Nicht zuletzt darf ich auch die Zuhörer, die uns heute folgen, ganz herzlich begrüßen.

Mit dem vorliegenden AIFM-Umsetzungsgesetz wird das Ziel verfolgt, ein in sich geschlossenes Regelwerk für Investmentfonds und ihre Manager zu schaffen. Durch dieses Regelwerk wird der Aufsichts- und Regulierungsrahmen fortentwickelt und an die geänderten europäischen Vorgaben angepasst. Dadurch soll ein Beitrag zur Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes im Investmentfondsbereich geleistet werden und gleichzeitig der Anlegerschutz einen einheitlichen hohen Standard erreichen.

Für diese Anhörung ist ein Zeitraum von drei Stunden, also bis ca. 17.00 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 um kurze Fragen und möglichst prägnante, knappe Antworten bitten. Die fragstellenden 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 vorab hier anzumelden. 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 nochmals namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der

Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt.

Zum Schluss sei mir noch der Hinweis erlaubt, dass diese Anhörung live im Parlamentsfernsehen übertragen wird.

Wir starten mit der ersten Fragerunde. Das Wort hat für die Fraktion der CDU/CSU Herr Abg. Flosbach.

**Abg. Klaus-Peter Flosbach (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Eingangsfragen richten sich an die BaFin und an den BVI. Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf regeln wir nicht nur die Umsetzung der AIFM-Richtlinie, sondern wir schaffen ein einheitliches Regelwerk für Investmentfonds und ihre Manager und schließen auch den sogenannten „grauen Kapitalmarkt“ mit ein. Die Frage an die BaFin: Ist dieses Regelwerk – auch mit dem Kapitalanlagegesetzbuch<sup>1</sup> - eine sinnvolle Entwicklung? Wie beurteilen Sie hier die Verbesserung des Anlegerschutzes?

Und an den BVI: Ist es gut und richtig, die Regelung von Investmentfonds und die Regelung für ihre Manager in einem einheitlichen Regelwerk zusammenzufassen?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es beginnt Herr Caspari für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. In der Tat sehen wir in diesem Gesetzentwurf einen guten Ansatz, das Investmentwesen in den verschiedenen Ausprägungen umfassend zu regeln, auch wenn man sagen muss, dass der Gesetzentwurf sehr komplex geworden ist. Die Komplexität liegt aber in der Materie und lässt sich wohl nicht reduzieren. Wichtig ist, dass man hier auch die Instrumente des sogenannten „grauen Kapitalmarkts“, die bislang nur einer Prospektaufsicht, also einer reinen Transparenzpflicht, unterlegen sind, der Manageraufsicht und der Produktaufsicht unterwirft. Auch hier werden jetzt die Produkte mit gewissen Mindestanforderungen ausgestattet, die bei der Gestaltung der Produkte beachtet werden müssen. Es gibt eine gewisse Restriktion, was den Verkauf an Privatanleger, was den Leverage und auch was die Investition in Produkte angeht. Insgesamt ist das ein guter Ansatz, um hier dem Ziel der G 20, alle Finanzprodukte, die angeboten werden, einer Aufsicht zu unterwerfen, gerecht zu werden.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Caspari. Es folgt Herr Richter für den

---

<sup>1</sup> KAGB (Artikel 1 des vorliegenden Gesetzentwurfs)

BVI, Bundesverband Investment und Asset Management.

**Sv Thomas Richter (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Die deutsche Investmentfondsbranche begrüßt den vorliegenden Gesetzentwurf nachdrücklich. Er vereinigt unter einem Dach die Regulierung für Manager, aber auch die Produktregulierung. Er bringt ehemals separate bzw. nichtgeregelte Bereiche – nämlich den Bereich „geschlossene Private Equity Fonds“ und die im Bereich des Investmentgesetzes geregelten Fonds – unter einem Dach zusammen. Dadurch erhöht sich die Rechtssicherheit für den Anleger. Es verbessert sich der Verbraucherschutz spürbar. Der graue Kapitalmarkt wird reguliert. Das sind große Fortschritte, die dieser Entwurf zeigt. Außerdem sorgt der Entwurf auch für Innovation. Es wird erstmals in Deutschland Pension Pooling für international tätige Konzerne möglich. Da es das schon in anderen europäischen Ländern gibt, schließt Deutschland hier zu den europäischen Nachbarstaaten auf und fördert damit auch den Fondsstandort Deutschland. Das begrüßen wir natürlich nachdrücklich. Wir begrüßen außerdem, dass der vorliegende Entwurf gegenüber dem Referentenentwurf massive Verbesserungen enthält; zu nennen sind insbesondere drei:

Erstens wird es den Spezialfonds in seiner bewährten Form weiterhin geben. Der Spezialfonds umfasst inzwischen ein Volumen von einer Billion Euro und ist ein unverzichtbares Produkt für die Altersvorsorge in Deutschland.

Zweitens können künftig, wie bisher auch, kirchliche Einrichtungen und Stiftungen in diese Spezialfonds investieren.

Drittens bleibt das offene Sondervermögen für die Anlage von Immobilien in Immobilienfonds weiterhin bestehen. Allerdings sehen wir gerade in diesem Bereich durchaus auch noch Nachbesserungsbedarf. Hier haben wir Änderungsvorschläge, die insbesondere auf den Bestandsschutz der bereits existierenden und heute noch offenen Immobilienfonds zielen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Sieling für die Fraktion der SPD.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Aufgrund der großen Komplexität würde ich von unserer Seite gerne auf allgemeine Einschätzungen verzichten und gleich in einen ersten Problem- oder Klärungsbereich bezüglich des Anwendungsbereichs dieses vorgesehenen KAGB hineingehen. Durch die AIFM-Richtlinie ist intendiert, auch operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors mitzunehmen. Die Bundesregierung schlägt ausdrücklich vor, diese auszunehmen. Viele

Sachverständige halten aber die dazu vorgenommene Klarstellung noch für unzureichend. Deswegen würde ich meine Frage bezüglich der – wahrscheinlich – auf sie zulaufenden Aufgaben an die BaFin richten. Im Finanzausschuss hat die Bundesregierung angekündigt, dass die BaFin die konkreten Hinweise zum Anwendungsbereich geben kann und soll. Da würde ich Sie gerne um Ihre Einschätzung bitten, wie Sie dies vor dem Hintergrund der jetzigen gesetzlichen Formulierung machen werden und ob aus Ihrer Sicht an dieser Stelle ergänzende Vorgaben des Gesetzgebers erforderlich sind.

Meine zweite Frage richtet sich an den Zentralen Immobilien Ausschuss (ZIA) und bezieht sich stärker auf die Immobilienwirtschaft, wo durchaus die Sorge besteht, dass dort – was auch die Wohnungswirtschaft betrifft – Einbeziehungen erfolgen, die starke Veränderungen nach sich ziehen könnten. Auch da würde mich interessieren, wie Sie diesen Punkt der Anwendungsdefinition bewerten und welche erweiterten Kriterien Sie eventuell aus Ihrer Sicht vorschlagen würden. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Das Wort hat Herr Caspari für die BaFin.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank. Es ist in der Tat eine der Herausforderungen, den offenen Begriff „Investmentvermögen“ zu interpretieren. Wir unterliegen hier dem Spannungsverhältnis, dass wir weniger klare europäische Vorgaben haben und unsere Bemühungen auf europäischer Ebene, hier größere Klarheit zu erreichen, jedenfalls von Seiten der Kommission nicht unterstützt worden sind. Die Kommission verfolgt einen weiten Interpretationsansatz. Bemühungen, schon auf ESMA<sup>2</sup>-Ebene gewisse restriktive Interpretationen, was den Anwendungsbereich gerade im Hinblick auf die sogenannten operativen Geschäftstätigkeiten angeht, zu machen, wurden nicht weiter verfolgt. Es gibt lediglich eine Klarstellung im Hinblick auf die Differenzierung zwischen offenen und geschlossenen Fonds, was als offener und was als geschlossener Fonds anzusehen ist. Wir als BaFin werden ein Merkblatt und eine Guideline veröffentlichen und zur Konsultation stellen, wo wir die Abgrenzung vornehmen werden. Es bleibt allerdings - man muss das klar sagen - immer ein Graubereich. Dass man hier spontan sagen kann, was operativ unter der Geschäftstätigkeit ist, wird man in vielen Fällen feststellen können. Aber es gibt auf jeden Fall einen Graubereich. Die Problematik bei der Auslegung hängt auch davon ab, wie hier im Gesetzgebungsverfahren der Anwendungsbereich definiert wird. Ein Thema, was Sie beschäftigt, ist die Bürgerbeteiligung. Je nachdem, wie Sie das festlegen, hat es unter Umständen eine enge Interpretation des Begriffs „Investmentvermögen“ zur Folge, oder eine weite Interpretation mit Auswirkung auf den Bereich der geschlossenen Fonds. Das hängt also alles eng

---

<sup>2</sup> European Securities and Markets Authority (<http://www.esma.europa.eu/>)

miteinander zusammen.

Das nächste Problem in der Anwendung ist, dass wir die offenen Immobilienfonds im Gesetz verankert haben und damit ein gewisses Leitbild vorgegeben haben, was die Tätigkeit und die Ertragsquellen angeht. Es wird, gerade in diesem Bereich, eine schwierige Abgrenzung zwischen Anlagen in Immobilien mit einer Anlagestrategie und einer operativen Geschäftstätigkeit im Immobilienbereich sein, die sich an sich nicht unterscheiden. Ich kaufe Immobilien, vermiete Immobilien und verkaufe Immobilien, ohne hier eine Differenzierung vorzunehmen. Wir tun unser Bestes, aber ich kann Ihnen – jedenfalls gegenwärtig – keine 100-prozentig einschlägige Antwort für alle operativen Geschäftstätigkeiten geben.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Rothbart hat das Wort für den ZIA.

**Sv Carsten Rothbart (ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e. V.):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. In der Tat haben wir von Anfang an mit Sorge den weiten Anwendungsbereich gesehen und auch die Definition - schon in der AIFM-Richtlinie - in Bezug auf Immobilien hervorgehoben. Wir haben auch frühzeitig das Gespräch mit der Kommission und mit der ESMA gesucht, um genau auf das Problem – was Herr Caspari richtig ausgeführt hat – hinzuweisen, dass bei Immobilienfonds und operativ tätigen Aktiengesellschaften, die in Immobilien investieren, in der Tat auf den ersten Blick eine relativ schwierige Abgrenzungsfrage vorliegt. Wir haben sowohl bei der Kommission, als auch bei der BaFin und bei der ESMA darauf hingewirkt – Wir haben das immer wieder mit entsprechenden Eingaben und Vorschlägen versucht! –, dass festgelegt wird, anhand welcher Kriterien eine Eingrenzung möglich ist. Das erste Schreiben zum Beispiel an die BaFin, wo wir dieses Problem aufgeworfen haben, datiert aus dem Jahre 2011, weil wir schon mit einem ersten Blick in die Richtlinie gesehen haben, dass das zu altbekannten Abgrenzungsschwierigkeiten führen wird.

Ich meine allerdings, dass das Tatbestandsmerkmal der festgelegten Anlagestrategie, wie es auch die ESMA in dem Konsultationspapier, was sich gerade in der Auswertung befindet, vorgeschlagen hat, hier ein geeignetes Instrumentarium ist. Ein operativ tätiges Unternehmen hat meinerseits einen vom Gesetz her geforderten Geschäfts- und Gesellschaftszweck, aber eben keine fest definierte Anlagestrategie, die mit dem Anleger im Vorfeld vereinbart wird, anhand derer sich das Management verpflichtet, die Anlageentscheidungen zu treffen. Auch bei Blind Pools<sup>3</sup> – um das als Kriterium auch noch

---

<sup>3</sup> „Der Anleger investiert in einen geschlossenen Immobilienfonds oder einen anderen geschlossenen Fonds, bei dem er zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht weiß, in welches Objekt bzw. welche Investitionsobjekte er investiert. Auswahlkriterien, nach denen das Fondsmanagement die zu erwerbenden bebauten oder

einmal hervorzuheben – ist die Art der Anlage für das Management fest vorgegeben. Es ist nicht so, wie bei einer operativ tätigen Aktiengesellschaft, dass sich der Vorstand innerhalb des Gesellschaftszweckes relativ frei bewegen kann und er mit einer Mehrheit, die sich aus den jeweiligen Gesetzen ergibt, den Unternehmensgegenstand verändern kann. Insoweit sehen wir hier durchaus Möglichkeiten, das entsprechend einzugrenzen. Wir haben in einem weiteren Schritt immer wieder darauf hingewiesen. Insbesondere auf europäischer Ebene hat sich das Problem an den sogenannten REITs<sup>4</sup> festgemacht. Jedenfalls in Deutschland will man den REIT einbeziehen, der letztlich nichts anderes ist als eine Immobilien-Aktiengesellschaft, die einem bestimmten Steuerregime, nämlich der sogenannten transparenten Besteuerung, unterliegt und dafür im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit gewissen Einschränkungen unterliegen muss. Wenn hier nicht eine Klärung erfolgt, dann wird die Frage, was mit normalen Immobilien-Aktiengesellschaften passiert, extrem schwierig. Dort ist keine wirkliche Abgrenzung jenseits der steuerrechtlichen Nebenbedingungen möglich. Wenn man dann Immobilien-Aktiengesellschaften mit in diesen Anwendungsbereich nehmen will, hätte das umfangreiche Folgen auch auf die Geschäftsmodelle dieser Immobilien-Aktiengesellschaften. Insbesondere wenn man überlegt, dass diese als geschlossene Publikums-AIF<sup>5</sup> zu qualifizieren sind, wäre das mit den im Gesetz verbindlich vorgeschriebenen Leverage-Grenzen in Einklang zu bringen. Das hätte dann sicherlich auch Folgenwirkungen auf die Bankenseite, weil entsprechendes Eigenkapital zugeführt und entsprechendes Fremdkapital zurückgeführt werden muss.

Wenn man das Gesetz so weit auslegt, haben wir darüber hinaus mit großer Sorge gesehen, dass beispielsweise auch Wohnungsbaugenossenschaften, die in Deutschland eine nicht ganz unerhebliche Rolle der Wohnraumversorgung spielen, drohen, mit in den Anwendungsbereich zu fallen. Dementsprechend gibt es auch hier unmittelbare Auswirkungen auf die Wohnraumversorgung. Vor diesem ganzen Hintergrund haben wir insbesondere in unserer Zusammenarbeit mit der BaFin seit jeher darauf hingewirkt, dass wir eine Abgrenzung hinbekommen. Wir sind insoweit leider noch nicht mit der BaFin ins

---

unbebauten Grundstücke oder anderen Investitionsobjekte ankauft, werden regelmäßig umschrieben. Bei einem Blind Pool muss der Anleger besonders großes Vertrauen zum Fondsmanagement haben.

In der Vergangenheit waren mit Blind-Pool-Fonds in der Regel Immobilienfonds gemeint. Derzeit kommen jedoch fast alle Wachstumsbranchen und Produktinnovationen nicht mehr ohne das Konzept der Blind Pools aus. Angebote im Lebensversicherungsmarkt, in Private Equity oder in US-Hypotheken setzen diese Konstruktion ein. Die konkreten Investitionsobjekte sind jeweils bei der Platzierung noch unbekannt. Oft wird bei Blind Pools eine Fremdgeellschaft mit dem Erwerb und Management des Portfolios betraut (oft große Immobilienfirmen, deren Reputation die Beurteilung des Angebotes erleichtern kann).

In der von der Zeitschrift Cash in der Ausgabe 11/2006 veröffentlichten Marktübersicht sind bereits rund 40 % der 265 dargestellten Fonds Blind Pools.“ (Wikipedia, „Geschlossener Fonds“, Kapitel 3.1: „Blind Pool“; [http://de.wikipedia.org/wiki/Geschlossener\\_Fonds](http://de.wikipedia.org/wiki/Geschlossener_Fonds))

<sup>4</sup> Real-Estate-Investment-Trust

<sup>5</sup> Alternativer Investmentfonds

Gespräch gekommen und würden uns in Hinblick auf die doch sehr weitreichenden Folgen für unsere Mitglieder – insbesondere für Immobilien-Aktiengesellschaften, REITs – jetzt schnell eine Klarstellung wünschen. Anders als Fonds, die sich mittlerweile über einen gewissen Zeitraum – ein halbes, dreiviertel oder ganzes Jahr – auf das Inkrafttreten des Gesetzes vorbereiten, haben REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften mit Blick auf die Gesetzesbegründung, dass operativ tätige Unternehmen ausgeschlossen sein sollen, noch keine entsprechenden Vorkehrungen getroffen. Sie sind jetzt – sagen wir einmal vier Monate vor Inkrafttreten des Gesetzes – sicherlich besonders betroffen, schon alleine aufgrund der aus der Richtlinie stammenden Anforderungen, aber darüber hinaus müssen sie sich auch noch, weil das Gesetz erkennbar nicht für operativ tätige Unternehmen konzipiert wurde, den Anforderungen des KAGB unterwerfen. Hier dringen wir doch bitte auf eine ganz schnelle Klarstellung, dass operativ tätige Unternehmen anhand einer festgelegten Anlagestrategie qualifiziert werden, und nicht allein das Halten von Immobilien dazu qualifiziert. Herzlichen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Die nächsten Fragen kommen von Herrn Abg. Sänger für die Fraktion der FDP.

**Abg. Björn Sänger (FDP):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich habe zunächst eine Frage an den BVI: Mich würde Ihre Gesamteinschätzung des Vorhabens interessieren, insbesondere ergänzend zu dem, was Sie schon gesagt haben, aber auch die Frage der geänderten Regelung für die offenen Immobilienfonds und was aus Ihrer Sicht für eine Einbeziehung konzerninterner Spezialfonds in das KAGB spricht.

Meine zweite Frage richtet sich an den Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS), die ich bitte, die Vorteile des Bewertungsverfahrens durch Kollegialausschüsse gegenüber der aktuell angedachten Änderung bei der AIFM-Umsetzung zu beschreiben.

- Zwischenruf -

**Abg. Björn Sänger (FDP):** Der BIIS ist nicht da?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es beginnt Herr Richter für den BVI.

**Sv Thomas Richter (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Die Gesamteinschätzung des Entwurfes ist – wie gesagt – sehr positiv. Wir sind der Meinung, dass er die Investmentregulierung und die Fondsregulierung auf neue Beine stellt, den Verbraucherschutz verbessert und den grauen Kapitalmarkt reguliert. Insofern sehen wir



hier große Fortschritte. Das Pension Pooling ist eine wertvolle Innovation für den Fondsstandort Deutschland. Deswegen begrüßen wir im Allgemeinen den Entwurf sehr.

Die von Ihnen angesprochenen Immobilienfonds sehen wir allerdings noch nicht ideal geregelt. Der Immobilienfonds ist das einzige Produkt, das dem Kleinanleger indirekten, diversifizierten Immobilienbesitz ohne Aktienkursrisiko ermöglicht. Der Kleinanleger hat außerdem Inflationsschutz. Außerdem gibt es eine Risikostreuung jenseits der Asset-Klassen der Aktie und der Rente. Während sich der Wohlhabende jederzeit direkt eine Immobilie leisten kann, steht dem Kleinanleger oft nur indirekter Immobilienbesitz über den offenen Immobilienfonds zur Verfügung. Insofern muss – auch unter dem Aspekt des Risikos – der Kleinanleger weiterhin eine attraktive Alternative für das Investment in Immobilien haben. Das sieht man auch an den Zahlen des letzten und dieses Jahres. Das Produkt ist weiterhin sehr gefragt und erfolgreich. Wir hatten im letzten Jahr drei Milliarden Euro frischer Gelder in offene Immobilienfonds - und das, obwohl die Zahl der Fonds bekanntlich zurückgegangen ist. Allein im Januar dieses Jahres haben wir Mittelzuflüsse von netto einer Milliarde Euro. Der Entwurf ist geeignet, dieses Produkt für Kleinanleger weniger attraktiv - um nicht zu sagen unattraktiv - zu machen. Das ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass der Bestandsschutz für die Fonds, die jetzt offen und erfolgreich durch die Finanzkrise gekommen sind, nicht weit genug geht. Der Entwurf sagt, dass diese Fonds in ihren Vermögen - also das, was jetzt schon in den Fonds liegt - im Bestand geschützt werden sollen. Das heißt, da sollen die Regelungen des AnsFuG<sup>6</sup> gelten, die vor zwei Jahren beschlossen worden sind. Für neue Anlagen in die Fonds sollen andere Regelungen gelten und insbesondere auch der Freibetrag von 30 000 Euro pro Halbjahr wegfallen. Das würde nun zu folgender Situation führen: Wir hätten Anleger – wir reden insgesamt von einem Volumen von 61 Mrd. Euro, das sind 75 Prozent des Marktes –, die nach wie vor nach den Regelungen des AnsFuG bis zu 30 000 Euro im Halbjahr ihrer Fondsanteile verkaufen könnten. Neue Anleger, die in die Fonds wollen, könnten das nicht. Die müssten die jährliche Kündigungsfrist einhalten. Das ist natürlich eine Schlechterstellung dieser Anleger gegenüber denen, die schon drin sind. Auf diese Benachteiligung müsste auch der Berater im Beratungsgespräch hinweisen. Die Folge davon wird sein, dass viele Anleger das Investment in diese Produkte meiden werden. Letztlich würden dann die Abflüsse, die ein Fonds immer hat, die Zuflüsse dominieren und das Volumen oder die Beliebtheit dieser Produkte würde deutlich nachlassen. Sie würden letztlich austrocknen. Aus einem heute vitalen Produkt würde über kurz oder lang eine Randerscheinung werden. Damit wäre dem Kleinanleger das attraktive Investment in Immobilien über offene Immobilienfonds verwehrt. Anders sehen wir das bei neu aufzulegenden Fonds, also bei Fonds, die nach Inkrafttreten des Gesetzes aufgelegt werden

---

<sup>6</sup> Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, BGBl. 2011, Teil 1 Nr. 14, S. 538)

sollen. Da tragen wir die Abschaffung des Freibetrages mit. Gerade die Anbieter, deren Fonds sich gerade in Abwicklung befinden, unterstützen diese Position sehr.

Wir sehen allerdings andere Regelungen, die hier das Produkt unnötig behindern würden. Das ist zum einen die Beschränkung auf nur vier Ausgaben pro Jahr. Momentan können offene Immobilienfonds an jedem Börsentag verkauft werden. Sagen wir mal, das sind ca. 250 Tage im Jahr. Nach den Regeln des Entwurfs soll das nur noch an vier Tagen im Jahr möglich sein. Unseres Erachtens ist das nicht die Lehre, die wir aus den Liquiditätsproblemen des offenen Immobilienfonds ziehen sollten, die gezeigt haben, dass es gerade in einer Phase, wo viele Rückgabewünsche bestehen, auch sehr, sehr wichtig ist, dass wiederum frisches Geld in die Fonds hineinkommt. Jetzt hier den Hahn zuzudrehen, halten wir unter dem Aspekt des Liquiditätsmanagements für kontraproduktiv. Es würde auch dazu führen, dass insgesamt weniger Kunden in dieses Produkt investieren würden, weil natürlich bei nur vier Tagen im Jahr weder Kunde noch Berater so lange warten würde und das Anlegen von Zwischenkonten den ohnehin schon komplexen Beratungsprozess weiter verkomplizieren würde. Die zweite Regelung, die unseres Erachtens mit Blick auf Neufonds kontraproduktiv ist, ist die Rückgabemöglichkeit an nur einem einzigen Tag im Jahr. Das würde nämlich dazu führen, dass der Anleger nach einer Kündigungsfrist von einem Jahr zusätzlich weitere 364 Tage warten müsste, wenn er den Stichtag genau um einen Tag verpassen sollte. Das heißt, im Ernstfall würde die Kündigungsfrist zwei Jahre betragen, was natürlich die Attraktivität deutlich reduzieren würde. Wir schlagen daher vor, neben dieser Regelung, die durchaus statthaft sein sollte, auch, wie bisher, die börsentägliche Rückgabe möglich zu machen.

Mit Blick auf die zweite Frage zu den Konzernfonds – also Fonds, die beispielsweise für Mütterunternehmen von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft gemanagt werden – setzen wir uns dafür ein, dass diese auch dem Kapitalanlagegesetzbuch unterfallen. Nach dem Entwurf wäre das im Moment nicht so. Das würde dazu führen, dass Mütter, wie beispielsweise Versicherungen, in Fonds ihrer eigenen Kapitalverwaltungsgesellschaften nicht mehr investieren dürften, weil in den Anlagebedingungen für Versicherer vorgesehen ist, dass es ein reguliertes Produkt sein muss, in das die Versicherung investiert. Deswegen sind wir auch der Meinung, dass der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuches auch auf solche Fonds - nämlich Spezialfonds, wie Publikumsfonds - ausgedehnt wird, die durch die eigene Kapitalverwaltungsgesellschaft gemanagt werden. Andernfalls wäre es möglich, dass eine Mutter Sicherungs-Assets an eine externe, fremde Kapitalverwaltungsgesellschaft gibt, aber nicht mehr an die eigene. Das halten wir für kontraproduktiv und auch nicht im Sinne der AIFM-Richtlinie.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Ich darf noch einmal daran erinnern, dass

wir möglichst prägnante und kurze Wortbeiträge bevorzugen. Der Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen ist tatsächlich nicht da. Herr Abg. Sänger, wen dürfen wir statt dessen adressieren?

**Abg. Björn Sänger (FDP):** Ich hätte - ergänzend zu dem, was Herr Richter gesagt hat - eine Frage an die Deutsche Bundesbank: Inwieweit sehen Sie die vorgesehenen Beschränkungen hinsichtlich der Liquidität beim offenen Immobilienfonds als zwingend erforderlich an? Und: Welche Auswirkungen auf den Markt sind Ihres Erachtens zu erwarten?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Für die Deutsche Bundesbank Herr Seiler, bitte.

**Sv Jens Seiler (Deutsche Bundesbank):** Vielen Dank. Grundsätzlich ist es aus unserer Sicht erst einmal richtig, Liquiditätsrisiken bei offenen Immobilien-Sondervermögen zu adressieren, das heißt, auch zu regulieren, weil die bisherige Konstellation – Investments in illiquide Assets, das heißt in Immobilien, bei börsentäglicher Rückgabe der Anteilscheine – in der Tat nicht zusammenpasst. Wir sagen in dem Zusammenhang auch, dass das Produkt des offenen Immobilienfonds von der volkswirtschaftlichen Funktion her definitiv eine Existenzberechtigung hat. Es hat zum einen Finanzierungsfunktion. Auf der anderen Seite halten auch wir es für angebracht – das wurde eben schon gesagt –, dass Privatanleger die Möglichkeit haben, ihr Portfolio durch Beimischung indirekter Immobilienanlagen zu diversifizieren und - überhaupt erst - eine Anlage in Immobilien ermöglicht zu bekommen. Wir sehen in der Tat gewisse Schwierigkeiten mit den vorgeschlagenen Stichtagsregelungen, insbesondere auch vor dem Hintergrund dessen, was man eigentlich erreichen möchte, nämlich das Liquiditätsproblem dieser offenen Immobilienfonds zu adressieren. Wir sehen diese Schwierigkeiten zum einen hinsichtlich der nun vorgesehenen vierteljährlichen statt börsentäglichen Ausgabe. Wir sehen hier eine Beschränkung des offenen Immobilienfonds, was den Liquiditätszufluss angeht, also im Grunde genau bezüglich dessen, bei dem man sagen würde, „Ein kontinuierlicher Liquiditätszufluss ist durchaus im Sinne des Fonds!“. Das führt unseres Erachtens fast zwangsläufig dazu, dass das Produkt auch für den Anleger weniger attraktiv wird, egal ob wir hier vom Kleinanleger oder vom institutionellen Investor sprechen. Das führt schlussendlich auch dazu, dass das Produkt seine volkswirtschaftliche Funktion nicht mehr in dem Maße übernehmen kann. Hinsichtlich der nur einmal im Jahr möglichen Rücknahme sagen wir zum anderen, dass das mit Sicherheit die Liquiditätsplanung des Fonds als solches erleichtern würde. Allerdings schätzen auch wir hier die Nachteile durch die dadurch verminderte Anlegerattraktivität des Produktes als gravierend ein. Im Ergebnis regen wir daher einen Verzicht auf die Stichtagsregelung an, weil wir der Meinung sind, dass die flankierenden regulatorischen Maßnahmen – insbesondere die Kündigungsfristen, die eine Vorausschau in die Zukunft ermöglichen, was das Liquiditätsmanagement angeht – ausreichen sollten.

Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Das Wort hat Frau Abg. Dr. Höll für die Fraktion DIE LINKE.

**Abg. Dr. Barbara Höll (DIE LINKE.):** Danke, Frau Vorsitzende. Ich möchte meine erste Frage in einen ein bisschen allgemeineren Zusammenhang an Frau Dr. Nicola Liebert von Tax Justice Network richten. Wir haben die too big to fail-Problematik, wir haben aber auch die Schattenbanken. Das sind eigentlich die wesentlichen ungelösten Probleme der Finanzmarktregulierung. Mit der Richtlinie ist jetzt ein Versuch da, dass die bisher weitgehend unregulierten alternativen Investmentfonds nun einer gewissen Regulierung unterliegen. Sie haben in Ihrer Stellungnahme ausführlich dargelegt, dass ein Großteil dieser Fonds natürlich nicht aus dem europäischen Raum her agiert, sondern aus Steueroasen, wie den Kaimaninseln oder Delaware. Da ist jetzt die Frage, ob der vorgeschlagene Weg der Regulierung über die Manager ihrer Meinung nach effektiv ist, oder ob man nicht doch versuchen müsste, direkt an die Finanzplätze heranzugehen. Wie schätzen Sie das ein? Entsprechen die vorgesehen Maßnahmen tatsächlich der Zielstellung? Kann damit etwas erreicht werden?

Meine zweite Frage richtet sich an Herrn Peter Mattil: Die geschlossenen Fonds sollen für ein breiteres Publikum, für Privatkunden zugelassen werden. Dazu gibt es Vorgaben in der Richtlinie. Wie schätzen Sie die Umsetzung der Vorgaben der Richtlinie ein? Erreicht man damit wirklich das Ziel eines erhöhten Schutzes der Kleinanlegerinnen und Kleinanleger? Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Frau Dr. Liebert hat das Wort für Tax Justice Network.

**Sve Dr. Nicola Liebert (Tax Justice Network):** Vielen Dank für diese Frage. Zunächst zum ersten Teil, zu der Frage der indirekten Regulierung: Eine direkte Regulierung – das wusste auch die EU bei der Formulierung ihrer Richtlinie – ist natürlich angesichts dessen, dass in Deutschland 18 Hedgefonds - im Gegensatz zu etwa 16 000 weltweit, die ihren Sitz größtenteils in Steueroasen haben - gemeldet sind, nicht möglich. Dafür nur einmal ein paar Beispiele: der gerade vor einigen Tagen festgenommene Florian Homm, Helmut Kiener - 2011 zu Gefängnis verurteilt -, aber auch große, bekannte Hedgefonds wie LTCM<sup>7</sup>, der 1998 Pleite gegangen ist, oder die zwei Hedgefonds der Investmentbank Bear Stearns, die den Auftakt der Finanzkrise 2007 gebildet haben. Alle diese Fonds haben eins gemeinsam: Sie sind auf den Kaimaninseln registriert gewesen. Bei der Frage, ob da weniger Probleme

---

<sup>7</sup> Long-Term Capital Management

aufgetreten wären, wenn die AIFM-Richtlinie schon umgesetzt gewesen wäre, kommen wir zu dem Schluss: wahrscheinlich leider nicht. Herr Kiener hatte seine Geschäfte zum Beispiel sehr geschickt über Liechtenstein, Schweiz, Monaco und andere Steueroasen abgewickelt, sodass ganz bewusst die Aufseher nicht die Chance haben sollten, diese Geschäfte nachzuverfolgen. Die Auflagen, die die Richtlinie bzw. das Umsetzungsgesetz vorsehen, sind unseres Erachtens viel zu gering. Allein schon bei der Tatsache, dass sie sich auf große Fonds beschränken, wäre die Frage, ob Betrüger wie Homm oder Kiener damit überhaupt betroffen gewesen wären. Dann will die Richtlinie für mehr Transparenz sorgen: Auch das hilft nur, wenn man hinterher die Aufsichtsbehörden hat, die - ausreichend personell bestückt - im Stande sind, diese Geschäfte zu verfolgen. Selbst dann glauben wir, dass es schwierig sein wird, sie zu verfolgen, weil die Geschäfte über Steueroasen bzw. Schattenfinanzplätze abgewickelt werden. Das hat die Finanzkrise gerade gezeigt. Die ist deswegen so virulent geworden, weil kein Mensch – nicht die Aufsichtsbehörden, aber auch nicht die Banken selber – einen Überblick hatte, wo welche Risiken liegen.

Damit wären wir dann bei der zweiten Frage, nämlich welche Maßnahmen gegen diese Schattenfinanzplätze überhaupt denkbar und möglich sind. Ich habe schon angedeutet, dass Schattenfinanzplätze und Steueroasen praktisch immer wesensgleich sind. Maßnahmen gegen Steueroasen wurden auch schon in diesem Gremium diskutiert. Da gibt es zahlreiche Möglichkeiten, wie zum Beispiel Abschlagsteuern auf Überweisungen von und in Steueroasen, keine Doppelbesteuerungsabkommen mit diesen, in Doppelbesteuerungsabkommen ergänzter automatischer Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten und letztens – wenn alles nichts hilft – den Entzug von Banklizenzen oder zumindest die Androhung des Entzugs dieser Lizenzen, wenn Niederlassungen in den unkooperativen Steueroasen weiter betrieben werden. Solange das noch nicht umgesetzt werden kann, plädieren wir für eine indirekte Regulierung, aber anders, als es die EU in ihrer Richtlinie vorsieht. Wir plädieren nicht für die Regulierung der Fondsmanager, sondern für etwas, was die Issing-Kommission<sup>8</sup> einmal vorgeschlagen hat, nämlich dass Finanzinstitute, die in Kontakt und Geschäftsbeziehungen mit Schattenbanken treten wollen, sicherstellen müssen, dass diese sich einer Mindestregulierung unterwerfen. Diese Mindestregulierung darf nicht viel schwächer sein als die Regulierung der Banken selbst, weil es ansonsten natürlich Ausweichbewegungen beziehungsweise Regulierungsarbitrage gibt. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Mattil.

---

<sup>8</sup> Bericht der Issing-Kommission vor dem G20-Gipfel, zuletzt in Cannes am 1. November 2011; <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/StatischeSeiten/Breg/G8G20/Anlagen/bericht-issing-cannes.html>

**Sv Peter Mattil (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen):** Vielen Dank. Wir vertreten Privatanleger vieler geschlossener Fonds, egal, ob das Immobilien-, Schiffs- oder Container-, Medien-, Lebensversicherungs-, Patent-, Wald-, Energie-, Spielefonds sind. Sie können sich nicht vorstellen, was es alles für Fonds gibt, geschlossene Fonds für Privatanleger, die angeblich langfristige Kapitalanlagen mit prognostizierten Ausschüttungen sind. In der Praxis ist es so, dass die hohen weichen Kosten - teilweise in Millionenhöhe - natürlich sofort nach der Emission flöten gehen. Dann haben die meisten Fonds, die ich kenne, überhaupt keine Rücklagen für Krisenzeiten. Die gehen bei den geringsten Marktstörungen sofort in die Binsen. Ob der Fonds ein Erfolg wird, ist in der Regel das Schicksal des Anlegers. Da werden Kredite aufgenommen – ich habe auch einmal ein paar Beispiele mitgeschickt –, da werden sogar – so heißt es jetzt - Swap-Verträge zulasten der Investmentvermögen gemacht. Schauen Sie sich einmal die Beispiele an: Die gehen Pleite, weil sie Swap-Verträge aufgenommen haben, die plötzlich bis 100 Millionen in der Kreide stehen. Ich habe unzählige Fonds gesehen, die auch ohne irgendwelche Krisen mit einem Totalverlust für die Anleger geendet haben. Dann kommt es so, dass auch noch die Ausschüttungen von den Anlegern zurückgefordert werden, womit die natürlich gar nicht gerechnet haben. Das ist dann noch die Tragödie hinten drauf. Der Initiator hat das Geschehen in der Hand: Er sucht den Vertrieb aus, den Prospektgestalter, die Garanten, die Banken, die Treuhänder. Alles geht über einen Akteur. Man hat auch oft den Eindruck, dass es viele Fonds gibt, wo mit dem Geld der Anleger regelrecht experimentiert wird. Schauen Sie sich einmal die Lebensversicherungsfonds an. Oder wir haben einen Ölbohrplattform-Fonds: Da sind einfach mal 600 Millionen Euro nach dem Motto „Tut uns leid! War wohl nichts!“ verloren gegangen.

Wir haben auf jeden Fall in der Richtlinie den Grundgedanken, dass alle Investmentvermögen überwacht und reguliert werden sollen. Die Richtlinie – und natürlich auch das Kapitalanlagegesetzbuch – orientiert sich an der Systematik des Investmentfonds. Wir haben hier eine Trennung von Verwaltungsgesellschaft, von Investmentvermögen und von der Verwahrstelle. Das ist ein System, das sich im Investmentrecht eigentlich die letzten Jahrzehnte bewährt hat. Und ich meine auch, dass das ein gutes System ist, weil eine gegenseitige Kontrolle und auch eine Haftung gewährleistet sein soll. Die Richtlinie ging aber davon aus, dass geschlossene Fonds eigentlich für Privatanleger ungeeignet sind und man einen Verkauf nur unter erhöhten Schutzvorschriften zulassen soll. Das Kapitalanlagegesetzbuch hat sich von diesem Verbraucherschutz ein bisschen entfernt. Für die erhöhten Anforderungen gibt es jetzt plötzlich eine Schwelle von 100 Mio. Euro. Das ist viel Geld! Das sind die Ersparnisse von 10 000 Kleinanlegern, wenn man das einmal so sagen darf. Die sollen bis 100 Millionen verwalten dürfen, ohne Erlaubnis und ohne viele andere Vorschriften? Sie sollen sich intern verwalten, selbst bewerten dürfen? Die

Kreditaufnahme ist zulässig. Die Derivateaufnahme ist zulässig. Wie gesagt, wir haben konkrete Beispiele, wozu so etwas führen kann. Das ist unvorstellbar! Die Prospekthaftungsansprüche sind aufgeweicht. Die BaFin prüft den Prospekt nicht auf inhaltliche Widerspruchsfreiheit. Ich meine, dass der Geist der Richtlinie hier ein bisschen aufgegeben wurde. Die gegenseitige Unabhängigkeit und Kontrolle ist für mich das wesentliche Element, das hier vorgegeben wurde. Man sollte das beibehalten, die erhöhten Schutzvorschriften beachten und keine Ausnahmen zulassen.

Vielleicht noch eins: Sehr weit verbreitet und sehr im Kommen sind wieder die sogenannten Genussrechte und die stillen Beteiligungen, die nichts anderes als kollektive Anlagen von einer Vielzahl von Anlegern sind. Die sollten auch ins Kapitalanlagegesetzbuch integriert werden, nicht im Vermögensanlagegesetz geregelt werden. Wie gesagt, das ist jetzt wieder eine große Welle. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Schick für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN.

**Abg. Dr. Gerhard Schick (BÜNDNIS90/DIE GRÜNEN):** Danke schön. Ich habe eine Frage an Herrn Prof. Dr. Reiter und eine Frage an Frau Dr. Zenke. Meine Frage an Herrn Prof. Dr. Reiter schließt unmittelbar an die Ausnahme in § 2 Absatz 5 KAGB an, von der jetzt gerade schon die Rede war. Was bedeutet es aus Ihrer Sicht, dass da die Erlaubnisvorschriften in den §§ 18 ff. KAGB dann nicht gelten? Was bedeutet das für die gesellschaftsrechtliche Stellung des Privatanlegers? Dazu möchte ich gerne noch einmal Ihre konkrete Einschätzung aus der Praxis haben.

Meine Frage an Frau Dr. Zenke: Sie haben dargelegt, was verschiedene Investitionsmöglichkeiten für Bürgerbeteiligungsmodelle für Wirkungen haben. Mich würde interessieren: Wie kann man da die Rechtssicherheit schärfen? Das ist umstritten. Es erreichen uns auch viele Zuschriften, dass das mit den operativ tätigen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in § 1 KAGB nicht so klar definiert ist. Oder gibt es andere Möglichkeiten, das zu klären und eine sinnvolle Grenze zu ziehen zwischen den Punkten, wo es wirklich eine unternehmerische Aktivität gibt, und anderen Sachen, die eher Finanzvertrieb sind.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Prof. Dr. Reiter hat das Wort.

**Sv Prof. Dr. Julius Reiter (Kanzlei Baum Reiter und Collegen):** Vielen Dank. Zunächst die grundsätzliche Kritik, was die Anlegerrechte angeht: Ich komme aus einer Kanzlei, die fast nur Kapitalanleger vertritt, die in der Regel an solchen geschlossenen Beteiligungen

gescheitert sind und oftmals einen Totalverlust erlitten haben. Wenn sie sich an einer GbR beteiligt haben, die dann auch noch Fremdkapital aufnimmt, sind sie sogar oftmals in eine Schuldenfalle geraten, die über den Totalverlust hinausgeht. Da werden ganze Existenzen vernichtet. Die grundsätzliche Kritik am Kapitalanlagegesetzbuch ist, dass hier die Möglichkeiten, Gefahren für Anleger zu mindern, nicht genutzt werden. Ebenso wenig werden Haftungsgrundlagen geschaffen. Diese sind wichtig, wenn später Anlegerrechte durchgesetzt werden sollen. Wir sehen das in der erfolgreichen Automobilindustrie, wo das Produkthaftungsgesetz mit dieser Praxis der Rückrufaktionen von Herstellern dazu geführt hat, dass die Qualität der Produkte enorm verbessert worden ist. Es wäre hier eigentlich eine Chance, das mit diesem Gesetz ebenfalls zu schaffen. Dafür müssten aber Haftungsgrundlagen, wie bei der Prospekthaftung, ausgedehnt werden. Was Artikel 1 § 2 angeht, sehen wir bei der Ausnahmebestimmung für Fondsvolumen unter 100 Mio. Euro die Problematik, dass diese Grenze durch Gesellschaftskonstruktionen umgangen werden kann und die Anleger dann in GbRs – also Gesellschaften bürgerlichen Rechts – geführt werden, wo diese unbegrenzte Haftung besteht. Das Problem haben wir bei den Immobilienfonds, bei den Berlinfonds. Und selbst wohlhabende Anleger werden teilweise in ihrer Existenz gefährdet. Wir sind hier der Meinung, dass die Gesellschaft bürgerlichen Rechts für geschlossene Beteiligungen überhaupt nicht geeignet ist und hier ausfallen müsste, auch bei einem Schwellenwert von unter 100 Mio. Euro. Wir meinen, dass man hier im Grunde gar keine Ausnahmen zulassen sollte oder man diesen Schwellenwert ganz erheblich senken sollte.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Frau Dr. Zenke hat das Wort.

**Sve Dr. Ines Zenke (Becker Büttner Held – Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater):** Sehr geehrte Damen und Herren, Frau Vorsitzende, die Frage bezog sich auf die Bürgerbeteiligungsmodelle in der Energiewirtschaft. Ich komme aus der Energiewirtschaft und wir vertreten dort Unternehmen. Wir haben andere Probleme oder andere Themen. Wenn man die Zeitung aufschlägt, sieht man das gut. Wir kümmern uns gerade um die Energiewende, beziehungsweise um die Folgen. Eine zentrale Aufgabe bei der Energiewende, die man sich dort gesetzt hat, ist der Umbau der Energiewirtschaft hin zu erneuerbaren Energien. Die Energiewende ist nicht unumstritten. Wir freuen uns im Ergebnis über jedes Engagement, auch was von den Bürgern betrieben wird. Ich kann das nachvollziehen. Es sind unterschiedliche Motivationen. Im Ergebnis ist die Zielsetzung so, dass man bis zum Jahr 2050 80 Prozent erneuerbare Energien haben möchte. Wenn man die Bürger hier mitnimmt, auch bei den Mehrkosten, dann ist das mit Sicherheit sehr gewollt. Wenn wir über die verschiedenen Modelle reden, die dort in der Energiewirtschaft aktiv sind, dann muss man unterscheiden: Es gibt Modelle, die tatsächlich beispielsweise zu den Inhaberschuldverschreibungsmodellen oder zu den tatsächlichen, echten Finanzfonds



gehören, die Sie auch angesprochen haben. Umgekehrt gibt es aber auch zwei klassische Konstellationen, bei denen man sagen muss, dass die nicht ins KAGB gehören: Zunächst ist da der Fall der echten gesellschaftsrechtlichen Beteiligung. Hier gründen die Bürger, wie zum Beispiel wir, aus unterschiedlicher Motivation eine gemeinsame Genossenschaft: Ihnen ist vielleicht der Energiepreis zu hoch. Sie möchten gerne in Erneuerbare aus Gründen der Nachhaltigkeit investieren. Andere sagen: „Ich kriege zu wenig Zinsen für mein Geld! Wir setzen uns alle zusammen! Wir gründen eine Genossenschaft! Wir wollen einen Solarpark bauen! Wir möchten einen Solarpark errichten!“ Das war es. Will man ein derartiges Engagement unter das KAGB fassen? Eigentlich doch nicht! Wir sind – wenn man einmal genau hinschaut – an der Stelle der klassische Fall eines operativ tätigen Unternehmens außerhalb des Finanzsektors. Hier geht es um Realwirtschaft, um ein unmittelbares Bürgerengagement. Wenn man in das Gesetz schaut, kann man das durchaus so interpretieren. Man kann sagen: „Ja, Ihr fallt alle nicht drunter! Was regt Ihr euch so auf?“ Man kann es aber auch umgekehrt interpretieren und sagen: „Nein, das legen wir mal ganz eng aus!“ Herr Caspari hat das eben auch angesprochen. Es gibt dabei viele unterschiedliche Fälle und Gestaltungen. Hier möchten wir nicht erst auf das Merkblatt warten. So sehr, wie wir Ihre Merkblätter auch schätzen, wäre es schön, wenn Sie uns hier klassisch, einfach, sehr klar – und das ist die Antwort auf die Frage, die Sie gestellt haben – drei, vier Regelbeispiele in das Gesetz oder in die Gesetzesbegründung reinschreiben, dass Sie diese Art von Engagement nicht in Ihrem Fokus haben. Wir in der Energiewirtschaft sind auch ein bisschen gebeutelt. Wir fallen ab und zu mal wieder als Restposten bei Finanzmarktregulierungen an. Deswegen haben wir eine lange und nicht leidvolle, sondern eher sehr konstruktive Geschichte mit der BaFin. Wir haben sehr oft Zeit darauf verwandt, das Rad wieder zurückzudrehen, weil man ursprünglich gesagt hat, dass wir uns jetzt erst einmal der Gefährlichkeit annehmen müssen, und man erst danach gesehen hat, dass es hier um einen anderen Zweig geht. Hier geht es um Versorgungswirtschaft, um reelle Vorgänge.

Ein zweiter klassischer Fall der Bürgerbeteiligung ist folgender: Wir haben beispielsweise unsere Genossenschaft gegründet und sagen uns, „Eigentlich möchten wir einen Partner im Boot haben, der sich mit Windrädern auskennt!“. Es ist nicht jeder gelernter Starkstromelektriker, wie mancher Abgeordneter hier im Raum. Wir schauen uns um und sagen, „Wir nehmen ein Stadtwerk mit dazu!“. Das streut natürlich auch das Risiko im Investment. Wir sagen, „Kommt doch bitte mit an den Tisch!“. Das Stadtwerk antwortet uns, „Sehr, sehr gerne, denn Ihr seid genau meine Klientel. Ich erzeuge und versorge auch sehr gerne. Erneuerbare Energien habe ich auch gern. Allerdings gibt es ein Problem: Ich möchte nicht mit jedem Einzelnen von euch sprechen, sondern ich möchte, dass Ihr mit einer Stimme sprecht!“. Das setzt voraus, dass wir uns erst einmal in einer Gesellschaft bündeln, uns eine Meinung bilden und uns dann mit dem Stadtwerk an einen Tisch setzen.

Streng genommen hätten wir jetzt wieder eine Beteiligungsgesellschaft, wenn Sie so wollen als Projektgesellschaft. Wollen wir diese Fälle auch vom Finanzmarkt mit erfassen? Ich denke: Nein! Um diese Fälle geht es doch auch nicht. Immer dann, wenn es um eine reine organisatorische Frage geht, wollen wir doch hier gar nicht finanzmarktseitig darauf schauen. Jedenfalls denke ich, dass wir das nicht wollen. Wir wollen das vielleicht auch deswegen nicht, weil wir die Energiewende ernst nehmen. Wenn man jetzt an der Stelle sagt, dass uns das trotzdem zu gefährlich ist – das klingt so auch ein bisschen an; der berühmte Finanzhai von den Cayman Islands oder aus Caracas –, dann wird man sich fragen, wo hier genau die Abgrenzung ist. Hier wäre es auch schön, entweder klassische Regelbeispiele zu bilden – das wird sehr schwer sein, das gebe ich zu –, oder über ein Instrument, wie die Einzelfreistellung analog zu § 2 Absatz 4 KWG, nachzudenken. Ich weiß, das ist nicht der Favorit der BaFin, weil es viel Arbeit schafft. Immerhin ist es aber für denjenigen, der so ein Engagement wählen möchte, vielleicht die einzige Möglichkeit, das Engagement auch umzusetzen. Die anderen beiden Fälle – um das noch einmal klar zu sagen –, beispielsweise die Inhaberschuldverschreibung und der unmittelbare Fonds, unterliegen bereits der Finanzmarktaufsicht. Die Energiewirtschaft hat sich das ein bisschen von den klassischen Fußballfananleihen von Schalke abgeschaut. Vielleicht haben Sie auch selber so eine 1904-Anteil-Stückelung gezeichnet. Die Inhaberschuldverschreibung kommt in einen Prospekt und damit geht auch jedes Unternehmen, jedes Stadtwerk, was solch einen Weg wählt, zur BaFin – und zwar zwei Mal: Ein Mal zur Prospektgenehmigung, ein zweites Mal tatsächlich zur Freistellung, dass man das ohne BaFin-Erlaubnis machen darf. Der vierte Fall ist dann eben – wenn Sie so wollen – der echte, klassische Finanzflussfall. Der, denke ich, ist ohnehin bei Ihnen, lieber Herr Caspari, in der Aufsicht, sodass da auch keine Gründe zur Besorgnis bestehen. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Die nächsten Fragen stellt Herr Abg. Michelbach für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Dr. h. c. Hans Michelbach (CDU/CSU):** Frau Vorsitzende, ich habe meine Frage an die beiden Praktiker für erfolgreiche Fonds, an die DekaBank und an die Union Investment Real Estate GmbH, also an Herrn Dr. Danne und an Herrn Dr. Beck, zu richten. Es war und ist das Ziel des Kapitalanlagegesetzbuches, Finanzprodukte, mit denen Anleger in alternative illiquide Anlagen investieren können, zu regulieren. Gleichzeitig wollen wir das Anlageprodukt sicher erhalten. Die Entwicklungen in der Branche der offenen Immobilienfonds haben gezeigt, dass die Inkongruenz zwischen langfristiger Anlage in Immobilien und täglicher Rückgabemöglichkeit der Anteile durch Schließung von Fonds zu Verwerfungen führen kann. Mit der geplanten Abschaffung des Freibetrages von 30 000 Euro je Anleger im Kalenderhalbjahr für Neuanleger soll nun die Möglichkeit des Unterlaufens der Freibetragsgrenze verhindert werden. Im Sinne der Wettbewerbsgleichheit

sollte dies für Neuanleger von Bestandsfonds und von neuen Fonds gelten. Hier stellt sich für mich die Frage: Ist das in der Praxis überhaupt händelbar? Ist dies ein Weg, dass die Bestandsfonds ausbluten? Wie realistisch schätzen Sie die Gefahr des Ausblutens von Bestandsfonds ein, wenn im Rahmen eines ordentlichen Finanz- und Fondsmanagements die notwendige Liquidität durch Immobilienverkäufe wiederbeschafft werden kann, wie Sie dies bisher in der Praxis immer wieder verdeutlicht und geschafft haben?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Dr. Danne hat das Wort für die DekaBank.

**Sv Dr. Matthias Danne (DekaBank Deutsche Girozentrale):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Herr Abg. Dr. Michelbach, vielen Dank für die Frage. In der Tat hat sich der Gesetzgeber, aber auch die Branche, spätestens seit 2008 sehr intensiv bei den offenen Immobilienfonds mit dem Thema beschäftigt, wie man dieses existierende Produkt von damals über 85 Mrd. Euro Anlagevolumen so ausgestalten kann, dass Schließungserfordernisse zum Nachteil der Anleger weitestmöglich ausgeschlossen werden können. Diese Diskussionen endeten dann im Jahr 2012 mit dem AnsFuG – also dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz –, was dann auch zum 1. Januar 2013 in Kraft getreten ist und jetzt seit guten zwei Monaten seine segensreiche Wirkung entfaltet. Wir glauben, dass es genau die richtige Zielrichtung ist, sich auch in Zukunft mit Regulierungen für offene Immobilienfonds zu beschäftigen. Die Zahlen, wie viel Geld in den noch offenen Fonds investiert ist, hat Herr Richter vorhin kurz genannt. Ich möchte noch ein oder zwei ergänzen: 2,3 bis 2,5 Mio. Anleger haben heute ihr Geld in diesen Fonds, bei uns im Durchschnitt seit mindestens acht Jahren. Mehrere hunderttausend Anleger haben mit diesen Fonds – nicht nur in unseren, sondern auch in denen der Kollegen von der Konkurrenz – Sparpläne zur Altersvorsorge und als Notgroschen für besondere finanzielle Erfordernisse, die möglicherweise in der Familie auftreten. Die jetzt in diesem Gesetzentwurf angesprochenen Regulierungen machen mir an drei Stellen die Sorge, dass wir das Ziel, was mit dem AnsFuG - glaube ich - sehr gut erreicht haben, wieder gefährden: Nämlich Schließungsgefahren bei im Moment stabilen und bisher dauerhaft offenen Fonds heraufzubeschwören. Die Punkte sind teilweise schon angeklungen, ich möchte sie noch einmal kurz anreißen: Was uns am meisten beschäftigt, ist die vorgesehene Zweiklassengesellschaft in existierenden Fonds, wie immer sie auch ausgestaltet wird. Ich halte es – das war der Kernpunkt der Frage – für außerordentlich bedenklich und schwierig, wenn wir in existierenden Fonds, die – wie bei einem unserer Fonds – die Größe von 12 Mrd. Euro erreicht haben, plötzlich hunderttausende von Anlegern drin haben, die andere – nämlich stärkere – Rechte haben, als Anleger, die in diese Fonds erst hereingenommen werden sollen. Wenn für die neuen Fondsanleger andere Freibetragsgrenzen oder gar keine Freibeträge gelten sollen, oder wenn für diese Anleger börsentägliche Rückgaben, wie es für die Alten gilt, nicht mehr gelten sollen, dann sind

diese Fonds unter erheblichem Druck, den Mittelzufluss zu verlieren, den sie brauchen, um ein ordentliches Fondsmanagement in diesen Produkten zu machen. Das heißt, mit dieser Regelung, die eigentlich zum Schutz und zur Verbesserung der Liquiditätssteuerung der Fonds gedacht ist, laufen wir sehr große Gefahr, ich würde sogar sagen, mit einer fast an Sicherheit grenzenden Wahrscheinlichkeit in eine Situation, dass der Mittelzufluss dieser existierenden Produkte mit 2,5 Mio. Anlegern abgeknipst wird. Ich kann mir nicht vorstellen, dass das Ziel und Sinn dieses Gesetzes ist. Wir haben eigentlich mit unseren Produkten - und auch einige Kollegen aus der Branche - gezeigt, dass wir seit 2008 mit unseren, auf Privatanleger fokussierten Fonds durch alle Krisen durchgegangen sind und die Fonds offen gehalten haben. Wir wissen aus der rückwärts auf die krisenhaften Situationen gewandten Analyse des AnsFuG, dass die dort getroffenen Regelungen die Rückgabeaktivitäten, die wir in den Krisen gesehen haben, in den Krisen, die hinter uns liegen – angefangen bei Lehman, über die Diskussion des ersten Entwurfs des AnsFuG bis hin zur Fukushima-Katastrophe, die alle zu heftigen Reaktionen bei den Fonds geführt haben –, deutlich gedämpft haben. Das AnsFuG – das kann man nachvollziehen – bewirkt genau das, was es bewirken soll. An der Ecke ist unser Plädoyer: Wir sollten über eine neue Regelung die Gefährdung bei diesen Produkten nicht wieder erhöhen!

Es gibt einen zweiten Grund, der uns Sorgen macht, warum eine Schließung der Fonds drohen könnte. Ich hoffe, dass das im Gesetz letztendlich nur eine Technikalie ist, die man relativ leicht wieder korrigieren kann. Da geht es nämlich darum, dass Immobilien, die in der Rechtsform einer Gesellschaft gehalten werden, anders bewertet werden sollen, als Immobilien, in die direkt investiert wird. Die jetzigen Buchstaben des Gesetzes sehen vor, dass die eine Immobilie so bewertet wird, wie es bisher auch der Fall war – nämlich nach WertV<sup>9</sup>: gutachterlich, immobiliengutachterlich –, und die andere nach den Spielregeln für Unternehmensbewertungen durch Wirtschaftsprüfer. Wir haben das einmal durchsimuliert: Diese unterschiedlichen Bewertungsthemen werden dazu führen, dass es erhebliche Wertschwankungen auf der Seite der in Unternehmen befindlichen Immobilien geben wird. Das ist sogar gestaltbar. Ein Fonds kann entscheiden, ob er in eine Gesellschaft oder direkt investiert. Da die Fonds in der Regel – jedenfalls die, die ich kenne – etwas 50 Prozent ihrer Immobilien in Gesellschaften halten und die anderen 50 Prozent direkt, würde das dazu führen, dass bei den Bewertungen nach diesen neuen Spielregeln gerade die in Gesellschaftsform gehalten Immobilien sehr stark im Wert schwanken. Wenn wir das sehen, sind wir nicht in der Lage, 50 Prozent aller Immobilien sofort neu zu bewerten. Wenn wir das nicht können und wissen, dass diese Art der Bewertung zu deutlichen Wertverwerfungen führt, müssen wir die Fonds nach § 37 Investmentgesetz schließen und

---

<sup>9</sup> Wertermittlungsverordnung vom 6. Dezember 1988 (BGBl. I, S. 2209), geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 18. August 1997 (BGBl. I, S. 2081). Die Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) trat am 1. Juli 2010 in Kraft und löst die bis dahin geltende Wertermittlungsverordnung aus dem Jahr 1988 ab.

warten, bis diese neuen Bewertungsformen durchgezogen worden sind. Bringen tut das nichts. Ich glaube, man sollte bei der alten WertV-basierten Bewertung der Immobilienfonds bleiben.

Das sind zwei Dinge in diesem Entwurf, werte Zuhörer, von denen ich glaube, dass sie die große Gefahr bergen, dass es zur Schließung von bisher einwandfrei laufenden Fonds kommen könnte. Ein Drittes und Letztes, was wir an diesem Entwurf kritisieren, ist die in langer Zeit unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes - durchaus auch gegen den Willen der Kapitalanlagegesellschaften - geschaffene Bewertungsroutine, dass Immobilien immer nur von drei öffentlich bestellten Sachverständigen im Rahmen eines Gutachterausschusses bewertet werden. Einer ist Hauptgutachter, stellt sein Gutachten zwei anderen öffentlich Bestellten vor. Diese drei unterschreiben dann alle und kommen zu einer unabhängigen Wertfeststellung, was zu einer deutlichen Stabilisierung, und vor allen Dingen zu einer deutlichen Objektivierung der Bewertung geführt hat. Dieses soll, wenn der Entwurf so bliebe, wie er heute ist, abgeschafft werden. Wir halten das für nicht richtig und für nicht vertretbar. Wir halten das für eine Anlegerschutzzerrungenschaft und sorgen uns um den unterschiedlichen Ausweis von Werten, von Renditen in Fonds und so weiter. Diese wären die drei Punkte, die uns bezüglich Stabilisierung und Schutz der Kleinanleger bewegen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es folgt Herr Dr. Beck, Union Investment Real Estate.

**Sv Dr. Heiko Beck (Union Investment Real Estate GmbH):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Vielen Dank, Herr Abg. Dr. Michelbach, für die Frage. Es geht im Kern um die Risikoeinschätzung. Das ist der Punkt hinter der Frage, die im Raum steht. Da würde ich gerne drei Aspekte beleuchten und auch noch ein paar Ergänzungen zu dem machen, was Herr Kollege Dr. Danne sagte. Punkt eins ist bereits gesagt worden: Wo steht das Produkt eigentlich? Das Produkt lebt. Es erfreut sich erheblichen Zuspruches. Das ist bereits gesagt worden. Der Zuspruch war nicht nur in 2012, sondern er war auch in 2008 und seither in jedem Jahr. Wir haben jedes Jahr positive Nettomittelzuflüsse in der Branche gehabt. Wir sind fix auf Platz zwei oder drei auf der BVI-Nettomittelstatistik. Nach Rentenfonds oder den anderen Produkten, die jeweils auf Platz eins sind, ist der offene Immobilienfonds immer ganz vorne dabei. Das heißt, wir haben hier ein hohes Vertrauen der Kunden in dieses Produkt.

Zweiter Punkt: Wir haben hier auch ein Produkt, bei dem wir in erheblichem Umfang Langfristanleger haben. Der Punkt der Fristeninkongruenz ist heute schon einmal genannt worden. Da muss man einfach sagen, dass wir de facto über Haltedauern von deutlich über sechs Jahren bei uns reden. Herr Dr. Danne sagte eben auch, dass die Zahl der Deka ähnlich

ist. Wir haben in der Regel ältere Kunden in diesen Produkten. Das sind nicht Leute, die mit zittrigen Händen kurzfristig handeln, sondern Leute, die sehr lange anlegen. Und diese Produkte – das ist auch erwähnt worden – haben natürlich auch eine ganz wichtige Funktion: Sie sind ein wesentlicher Eigenkapitalinvestor in der Immobilienwirtschaft. Alleine in 2012 haben die Fonds 4,5 Mrd. Euro investiert - wie gesagt: primär Eigenkapital -. Wir arbeiten nur in sehr begrenztem Umfang mit Kredit.

Punkt zwei: Wie wetterfest ist das Produkt? Das ist die Kernfrage, die gestellt worden ist. Herr Dr. Danne hatte das auch gerade gesagt. Dem kann ich mich nur anschließen. Es gab erst vor zwei Jahren eine Medizin, die heißt AnsFuG. Diese Medizin ist jetzt zum 1. Januar wirksam geworden und diese Medizin zeigt Wirkung. Sie zeigt vor allem zwei Wirkungen: Die eine ist, dass Großanleger, die wir im einen oder anderen Fonds in der Vergangenheit hatten, in diesen Produkten nicht mehr drin sind. Die Großanleger haben sich aus diesen Produkten verabschiedet. Ich möchte bitte nicht so verstanden werden, dass wir hier ein irgendwie geartetes spezielles Großanlegerthema hatten. Ich sage das auch in Richtung Bundesbank. Ich habe die Stellungnahme gelesen. Es gab aber solche Kunden! Wir reden hier über Dachfonds, über Vermögensverwaltungen, die doch in erheblichem Umfang im einen oder anderen Fonds waren! Wenn ihnen dann so ein Anleger kommt – und ich spreche jetzt als Praktiker – und sagt, „Ich möchte morgen 150 Mio. Euro abziehen!“, dann haben sie ein Thema. Dieses Thema gibt es nicht mehr, weil sich diese Kunden – wenn sie nicht schon während Lehman verschwunden sind – spätestens zum 31. Dezember 2012 verabschiedet haben bzw. weil sie sich jetzt damit anfreunden müssen, dass sie eben nur 30 000 Euro im halben Jahr zurückgeben können. Das ist die eine ganz wichtige Wirkung des AnsFuG.

Die zweite wichtige Wirkung ist, dass wir zum einen auch simuliert haben, welche Wirkung das Gesetz gehabt hätte, wenn wir es schon vor drei, vier Jahren gehabt hätten. Herr Dr. Danne hat die Zahlen schon genannt: Da hätten wir zum Beispiel bei der Union auch zu Hochzeiten 31 Prozent weniger Rückflüsse gesehen. Der BVI hat das jetzt auch branchenweit erhoben und kommt zu ähnlichen Ergebnissen. Was heißt das aber auch nach vorne hin? Wie stresssicher machen die Freibeträge das Produkt? Auch das haben wir simuliert. Da muss man schauen, wie viel freies Geld der Fonds normalerweise in der Kasse hat, um Rückgaben zu bedienen. Dann muss man den Effekt des AnsFuG dagegen legen. Da sind wir zu folgendem Ergebnis gekommen: Bei Krisen, wie wir sie in der Vergangenheit gesehen haben - also erhöhte Nettomittelrückgaben -, verläuft es erfahrungsgemäß immer so, dass es peak<sup>10</sup>: Das kommt schnell, springt an und geht dann runter. Da wären wir hier durchaus in der Lage, Krisensituationen, die sich über einen Zeitraum von sieben,

---

<sup>10</sup> Abgeleitet von to peak = gipfeln.

acht Monaten erstrecken und wo wir monatlich bei Rückgabeverlangen von 170 bis 200 Mio. Euro wären, abreiten zu können, ohne dass die Fonds ausgesetzt werden müssen, weil wir in der Regel eine strategische Liquiditätsquote von 15 bis 20 Prozent haben. Das macht der Wettbewerb auch so. Da reden wir bei unseren Produkten etwa über eine Mrd. Euro, die die Fonds in der Kasse haben.

Das zu den Effekten des AnsFuG. Das sind aus unserer Sicht erhebliche Effekte, die im Grunde genommen auch schon das Thema der Fristeninkongruenz in erheblichem Umfang zum Ausgleich gebracht haben. Was würde jetzt passieren, wenn die Regelungen des KAGBs so kämen? Das ist der zweite Teil der Frage gewesen. Da hat Herr Dr. Danne schon einige Punkte gesagt. Ich erlaube mir, diese aber noch einmal etwas prononcierter auszusprechen.

Punkt eins: Ausgabe nur noch vier Mal im Jahr. Damit – das muss man ganz klar sagen – ist das Produkt in seiner heutigen Form abgeschafft. Wir würden damit aus dem Breitenvertrieb verschwinden, würden in einen Modus kommen, wo wir eher wie ein geschlossener Fonds mit einer Platzierungsphase unterwegs wären und hätten von daher einen deutlich begrenzteren Kapitalzufluss. Das bedeutet natürlich auch, dass das Produkt das, was es eigentlich soll, nämlich große Portfolien mit breiter Risikostreuung und hoher Stabilität für den Kleinanleger aufzubauen, nicht mehr kann, weil schlichtweg das Geld gar nicht da ist. Das wäre die ganz klare Folge. Wir wären also in der Steuerung der Portfolien und damit in unserer Kernaufgabe als Fondsmanager nur noch sehr beschränkt handlungsfähig und wir wären wahrscheinlich auch im Retail-Vertrieb nicht mehr präsent. Ich erlaube mir auch die Bemerkung, dass sich für uns auch die Sinnhaftigkeit dieses Regelungsvorschlages schlichtweg nicht erschließt. Wir sehen da – auch unter Stabilitätsgesichtspunkten – keinen Mehrwert.

Zweitens, das Thema Rücknahme: Hier hätten wir ebenfalls Folgen auf Vertriebs- und Produktebene. Der Kunde hätte keine Dispositionsmöglichkeit mehr, auch nicht über kleinste Beträge. Ich erinnere einmal an das berühmte Sparbuch mit gesetzlicher Kündigungsfrist: Auch dort muss man warten, kann aber doch immer einen gewissen Betrag holen, wenn man ihn braucht. Wir reden hier über Kleinanleger, die keine großen Festgeldkonten haben. Die zweite Folge wäre, dass wir immer auf einen Stichtag hin erhebliche Mengen an Liquidität aufbauen müssten, weil es dann eine große Welle geben würde, wo wir die Anleger bedienen müssten. Auch das würde uns in der Handlungsfähigkeit sehr beschränken.

Zur Übergangsregelung, die vorgeschlagen worden ist, möchte ich nichts weiter sagen. Da hat Herr Dr. Danne alles gesagt. Diese Auffassung teilen wir! Es ist kein Zustand, in einem

Produkt zwei Arten von Anlegern mit unterschiedlichen Rechten zu haben, die sich dann in Situationen auch unterschiedlich verhalten. Das kann nicht funktionieren! Und in der Verbindung mit der nur noch quartärlichen Ausgabe wäre es dann auch schlicht so, dass - wahrscheinlich ganz automatisch - die Rückflüsse die Zuflüsse übersteigen würden und wir entsprechend nach hinten kämen.

Zu dem Thema „Bewertung“ will ich nur einen Satz sagen: Wenn das so käme, wäre dies aus meiner Sicht ein Rückschritt ins Jahr 2002. Es ist in den letzten zehn Jahren unheimlich viel gemacht worden, um die Qualität und Integrität der Bewertung zu steigern. Das ist weg!

Kurzes Fazit, wie wir das als Praktiker sehen: Wenn das so käme, wie es jetzt dasteht, halten wir es erstens für eine überflüssige Therapie, weil der Patient gesund ist. Zweitens müssten wir unsere Geschäftsaktivität in erheblichem Umfang einstellen, weil wir diese Zuflüsse nicht mehr sehen. Und wir würden – das sehen wir genauso – eher ein Abschmelzen der Fondsvermögen zu befürchten haben. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Binding für die Fraktion der SPD.

**Abg. Lothar Binding (Heidelberg) (SPD):** Wenn wir an unseren Haushalt und an die Dimensionen, die wir jetzt verhandeln, denken, dann wird einem ganz schwindlig. Trotzdem will ich die De-minimis-Regeln ansprechen. Das sind eigentlich Teile, die so lächerlich sind, dass wir sie gesetzlich gar nicht näher betrachten wollen. Da ist jetzt an eine Grenze von 100 Mio. Euro gedacht. In dem Kapitalanlagegesetzbuch gibt es vereinfachte Regulierungen, die einerseits die Verwaltung von Spezial-AIFs ausnimmt, aber andererseits auch Publikums-AIFs bis 100 Mio. Euro ausnimmt. Ich würde gerne einerseits vom Verband Geschlossene Fonds und auch andererseits von Frau Mohn von der Verbraucherzentrale hören, wie viele der geschlossenen Fonds eigentlich von diesen Regeln oder den Ausnahmen dieser Regeln betroffen sind. Wie beurteilen Sie diese Ausnahmen in Bezug auf das Regelungsbedürfnis, das das Gesetz verfolgt?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Romba hat das Wort für den Verband Geschlossener Fonds.

**Sv Eric Romba (Verband Geschlossene Fonds e. V.):** Herzlichen Dank, für die Frage. Zunächst: Wie viele sind davon betroffen? Wir müssen sehen, das wir mit Inkrafttreten des Gesetzes am 22. Juli 2013 eine neue Welt bekommen. Das heißt, zu diesem Zeitpunkt gibt es noch gar keine zugelassenen Kapitalverwaltungsgesellschaften und es gibt auch noch keine Fonds, keine alternativen Investmentfonds des neuen Kapitalanlagegesetzbuches. Das



heißt für sich genommen: Jeder Fonds, der dann kommt - kumuliert betrachtet, in der Gesamtschau -, fällt unter die 100 Millionen-Grenze. Aus unserer Sicht als Verband – wir haben es auch versucht, auf der europäischen Ebene darzustellen – macht es Sinn, dass alle Marktteilnehmer eine Zulassung bekommen. Tatsächlich ist es so: Man darf die Richtlinie und damit auch das Kapitalanlagegesetzbuch nicht ohne die Level II-Verordnung lesen. Und die Level II-Verordnung setzt beispielsweise Anforderungen an die Unternehmen im Zeitpunkt, in dem sie diese Schwellenwerte überschreiten. Die könnten aus praktischer Sicht dazu führen, dass die Unternehmen wesentlich schneller die Voraussetzung für eine Zulassung erbringen müssen, als sie das tatsächlich in der Praxis machen können. Um Ihnen ein Gefühl dafür zu geben: Die Vorbereitungen der Häuser, um einen Antrag bei der BaFin als Kapitalverwaltungsgesellschaft stellen zu können, brauchen einen Zeitraum von sechs bis neun Monaten. Für die Häuser, die anfänglich einen Schwellenwert nutzen könnten, heißt es, dass sie parallel dazu diese Strukturen brauchen und aufbauen müssen. Sobald sie über diese Schwelle kommen, müssen sie quasi den Schalter umlegen, um den Antrag stellen zu können. Insofern ist die Frage, ob man mit diesem Schwellenwert nicht Steine statt Brot gibt.

Hinzu kommt, dass natürlich – wie der Kollege Herr Prof. Dr. Reiter auch sagte – das Risiko besteht, dass durch Ausnutzen der Schwellenwerte Unternehmen im Markt agieren, die nicht in diesen Markt gehören und die aus unserer Sicht auch einer BaFin-Aufsicht unterstehen sollten bzw. durch die im Gesetz eingefügten Markteintrittsbarrieren ganz klar aus dem Markt herausgehalten werden sollen. Das ist am Ende eine politische Abwägung, weil natürlich auch zu sehen ist, dass beispielweise Bürgerbeteiligungsmodelle, wenn man die Schwellenwerte nicht anwendet, komplett unter das Kapitalanlagegesetzbuch fallen würden. Bei den Bürgerbeteiligungsmodellen muss man auch immer sehen, dass es solche und solche gibt. Wenn wir Bürgerbeteiligungsmodelle im erneuerbaren Energiebereich sehen, die ein Volumen von 30 Mio. Euro haben, dann erfordert das aus der Sicht unserer Mitglieder einen professionellen Geschäftsbetrieb, damit die Investition – seien es nur kleine Beteiligungen – der Anleger, die sich dort vor Ort beteiligen, auch tatsächlich professionell gemanagt werden können. Das setzt eine Struktur voraus. Und das Gesetz - das Kapitalanlagegesetzbuch mit dem Zulassungsverfahren bei der BaFin - setzt diese Struktur voraus.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Frau Mohn für die Verbraucherzentrale.

**Sve Dorothea Mohn (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.):** Vielen Dank für die Frage. Wir haben in unserer Stellungnahme detailliert ausgeführt und Herr Mattil und Herr Prof. Dr. Reiter haben es eben auch noch einmal betont, dass wir den aktiven Vertrieb

geschlossener Fonds überhaupt an Privatanleger nicht unterstützen, sondern ein entsprechendes Verbot fordern. Wenn man jetzt der De-minimis-Regelung, wie sie hier im Entwurf vorgesehen ist, folgt, würde wahrscheinlich ein erheblicher Marktanteil – eine genaue Aussage kann ich dazu nicht machen, aber im Bundestag ist eine Zahl von 70 Prozent der angebotenen Produkte gefallen – weiter von den an sich gut gedachten Regulierungsanforderungen ausgenommen werden. Ich halte diese weitere Ausnahmeregelung für gänzlich verfehlt. Wir sprechen uns dafür aus, diese zu streichen – natürlich mit Blick auf Produkte, die an Privatanleger vertrieben werden sollen -. Für den Fall, dass man bei dieser Ausnahmeregelung bleibt, sprechen wir uns dafür aus, den Schwellenwert massiv abzusenken. Wir bringen hier 10 bis 20 Millionen ins Spiel. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Es folgt Herr Abg. Brinkhaus für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Ralph Brinkhaus (CDU/CSU):** Ich hätte einmal eine Frage an Kapital-Markt Intern und einmal an Frau Mohn. Frau Mohn, bei dieser De-minimis-Regelung – das ist ein Schwellenwert von 100 Millionen – ist es nicht so, dass da keine Regulierung stattfindet, sondern es findet eine abgestufte Regulierung statt. Vielleicht können Sie einfach mal anhand der Punkte der abgestuften Regulierung – und zwar anhand derer, die nicht anzuwenden sind – erläutern, was Sie da genau und exakt daran stört. Am besten machen Sie das punktweise, damit wir auch verstehen können, was Sie daran stört.

Die zweite Frage richtet sich an Kapital-Markt Intern. Vielleicht können Sie einmal kurz berichten, wie Sie diese Problematik des Schwellenwertes sehen, welche Folgen das hätte, wenn dieser Schwellenwert abgesenkt wird, und warum Sie sich im Vorfeld positiv dazu geäußert haben, dass es diesen Schwellenwert gibt.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Frau Mohn, Sie haben das Wort.

**Sve Dorothea Mohn (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.):** Ich kann einfach einmal auflisten, welche Anforderungen unter der Voraussetzung, dass diese Regelung aufgegriffen wird, nicht gelten würden:

- Keine formale Zulassung, man muss sich nur registrieren lassen,
- keine Erfüllung von Kapitalanforderungen,
- keine Zuverlässigkeitsvoraussetzung,
- keine fachliche Eignung des Leiters,
- kein tragfähiger Geschäftsplan

und so weiter und so fort. Unsere Punkte bei den geschlossenen Fonds – Wir gehen da

mit einem grundsätzlichen Ansatz ran. Da muss ich am Ende in dieser Differenziertheit gar nicht argumentieren! – sind folgende: Wir haben massive Fälle von Falschberatungen bei dem Produkt an sich.

– Zwischenruf Abg. Brinkhaus –

**Sve Dorothea Mohn (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.):** Die muss man aber natürlich mitdenken, wenn man versucht, den Markt über Vertriebsregulierung sicherer zu machen. Ich glaube so oder so, dass es auch mit diesem Ansatz nicht möglich ist, eine wirkliche Sicherung reinzubringen. Wenn man aber dann einen erheblichen Marktanteil rausnimmt, wo man weiter absenkt, kann das dem Anlegerschutz nicht dienen. Die Argumentation, warum wir ein grundsätzliches Verbot des aktiven Vertriebs an Privatanleger fordern, liegt in dem Problem der Falschberatung und in dem Problem, dass die Produkte in aller Regel als Erstemission an den Verbraucher gebracht werden. Hier stellt sich das Problem, dass es keinen wirklichen Marktpreis für diese Produkte gibt. Es besteht also ein erhebliches Risiko, dass das Produkt zu teuer an den Verbraucher verkauft wird. Ein zu teuer an den Verbraucher verkauftes Produkt birgt eben direkt das Problem in sich, dass das ganze Produkt nicht auf rentierlichen Füßen steht. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es folgt Herr Prüßing für Kapital-Markt Intern.

**Sv Christian Prüßing (Markt Intern Verlag GmbH):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Im Bereich der geschlossenen Fonds oder der Publikums-AIF haben natürlich die Anlegerschutzaspekte einen besonderen Belang. Nach unserer Auffassung ist es aber schon so, dass mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie eine erhebliche Verbesserung des Anlegerschutzes stattfindet.

Für die Emissionshäuser treten diverse Anforderungen in Kraft:

- Eine Aufsicht durch die BaFin.
- Es gibt eine unabhängige Verwahrstelle, die Zugriff auf die Investition hat und diese kontrolliert.
- Es gibt Produktregelungen hinsichtlich Risikomischung und Leverage.

Man muss auch noch einmal – weil der Punkt gerade angesprochen wurde – darauf verweisen, dass parallel das Finanzanlagenvermittlergesetz umgesetzt wird, wo auch der Vertrieb von geschlossenen Fonds zahlreichen Anforderungen unterworfen wird, also das Berufsbild des Finanzanlagenvermittlers geschaffen wird, für das wir uns schon seit 20 Jahren einsetzen. Der wichtigste Punkt ist aber eigentlich, dass es jetzt eine gesetzlich vorgeschriebene Pflicht zur Provisionsoffenlegung gibt. Hierdurch wird ein weiteres

Problem angegangen. Natürlich sind geschlossene Fonds, unternehmerische Beteiligungen nicht für jeden Privatanleger geeignet, aber es wird das Problem angegangen, dass hier falsche Zielgruppen angesprochen werden. Ein vollständiges Verbot des Vertriebes von geschlossenen Fonds an Privatanleger würde das Kind mit dem Bade ausschütten. Es würde im Prinzip bedeuten, dass Privatanleger überhaupt keine Möglichkeit mehr haben, direkt in langfristige Sachwertanlagen zu investieren. Das kann unseres Erachtens nicht Sinn der ganzen Geschichte sein. Wir begrüßen es – das ist Ihre Frage gewesen –, dass im Vergleich zum ursprünglichen Diskussionsentwurf bei dem jetzigen Entwurf die De-minimis-Regel eingeführt wurde. Dass man sich hier richtlinienkonform an der Richtlinie orientiert, begrüßen wir ausdrücklich, obwohl sich die Umsetzung sicherlich nicht ganz an die Richtlinie anlehnt. Aus unserer Sicht ist das das Wichtigste. Da spielt es auch eine nicht so große Rolle, wie viele Fonds jetzt darunter fallen. Wenn dieser 100 Millionen De-minimis-Schwellenwert nicht umgesetzt werden würde, hätten sie im Markt eine irreversible Markteintrittsbarriere für konzernunabhängige Emissionshäuser. Sie müssen sich das in der Praxis so vorstellen, dass es eine Vielzahl von Emissionshäusern gibt, die auch erfolgreich im Markt tätig sind. Die sind klein! Die werden beispielsweise von zwei Geschäftsführern geleitet, die über 10 bis 20 Jahre Berufserfahrung bei großen bankabhängigen Emissionshäusern haben. Wenn die jetzt ihr eigenes Emissionshaus gründen wollen oder schon gegründet haben, um konzernunabhängige Produkte anzubieten, wäre das mit dem Wegfall der De-minimis-Regel in Zukunft nicht mehr möglich. Herr Romba hat das auch schon angesprochen. Da ist eine extreme Anschubfinanzierung erforderlich. Die Wirtschaftsprüferkosten vom Erlaubnis Antrag bewegen sich – zusätzlich zu den Eigenkapitalanforderungen – mindestens bei einer halben Million. Aus unserer Sicht sind auch mit der De-minimis-Regel die Anlegerschutzgesichtspunkte gewahrt, weil hier zusätzliche Anforderungen ins Gesetz geschrieben wurden: Unter anderem zum Beispiel die Pflicht, dass eine unabhängige Verwahrstelle auch die Fonds solcher Häuser kontrolliert. Damit ist eine wesentliche Sollbruchstelle der Vergangenheit aus Anlegerschutzgesichtspunkten beseitigt.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächste Fragestellerin ist Frau Abg. Lips für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Patricia Lips (CDU/CSU):** Vielen Dank. Meine Fragen richten sich beide an Herrn Prof. Dr. Servatius. Wir haben in der einen oder anderen Stellungnahme schon von diesen Fristen gehört: Also Ausgabe, Rückgabe der Anteilsscheine. Mich würde Ihre Einschätzung an dieser Stelle interessieren. Das Zweite: Es ist zwar jetzt schon ein paar Minuten her, aber wir haben vorhin die Ausführungen von Frau Dr. Zenke gehört. Da ging es auch um die Bürgerenergieprojekte und ihre Befürchtungen, die damit verbunden sind. Auch da würde mich Ihre Einschätzung interessieren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Prof. Dr. Servatius hat das Wort.

**Sv Prof. Dr. Wolfgang Servatius (Universität Regensburg):** Ganz herzlichen Dank. Diese noch weitere Einschränkung der Anteilsausgabe und Anteilsrücknahme halte ich dem Grunde nach für gerechtfertigt und durch das wirklich legitime Ziel der künftigen weiteren Stabilisierung der offenen Immobilienfonds für geboten. Es ist so – das will ich entgegen -, dass der offene Immobilienfonds auch in Anerkennung seines volkswirtschaftlichen Nutzens nicht alternativlos ist. Er folgt diesem Vertragsmodell, welches einen zentralen Webfehler hat, indem diese sogenannte „schnelle Liquidität“ oder Ähnliches einfach nicht aus den Köpfen herauszubekommen ist. Dadurch wurde dann auch eine zu Recht enttäuschte Anlegererwartung hervorgerufen. Es ist nicht nur so, dass das objektiv nicht funktioniert hat. Die Anleger haben sich etwas anderes darunter vorgestellt und wurden dann enttäuscht, indem man gesagt hat, „An der Liquidität können wir nichts mehr machen!“. Ich gehe also davon aus, dass es ein legitimes Ziel ist, den Fonds weiter zu stabilisieren und damit auch letztlich diesem Produkt – ich spreche jetzt ausdrücklich vom Produkt – schärfere Konturen zu verschaffen und es näher an die Immobilienanlage heranzubringen. Es gibt, wenn man die Liquidität stärker ausgestaltet haben möchte, Alternativen: Stichwort „Immobilien-Gesellschaften“, „REITs“. Die tragen zwar – das wird immer hervorgebracht – das Börsenrisiko in sich. Nur richtig valide Aussagen, dass das per se nachteilig für den Anleger ist, sind mir nicht bekannt. Das Liquiditätsrisiko beim offenen Immobilienfonds, beim Vertragsmodell ist eben auch durch das Risiko der Verkäuflichkeit der Immobilien gekennzeichnet. Das ist auch nicht von der Hand zu weisen. Auf den Punkt gebracht, ist das meines Erachtens ein legitimes gesetzgeberisches Ziel, den Fonds weiter zu stabilisieren und dazu auch strikte gesetzliche Regelungen einzuführen, um auch die Fondskultur in diesem Bereich zu verändern. Noch einmal: Das ist kein alternativloses Produkt, um den volkswirtschaftlichen Nutzen zu generieren. Bei den Bürgerenergieprojekten bin ich sicherlich kein ausgewiesener Experte. Ich kann nur - wie auch in meiner schriftlichen Stellungnahme - Folgendes erwähnen: Wenn wir sagen - und das ist mittlerweile modernes Kapitalmarktrecht -, dass wir vom materiellen Investmentfondsbegriff ausgehen, also von wirklich kollektiver Anlageform und fester Anlagestrategie, dann spricht auf den ersten Blick erst einmal nichts dagegen. Dabei, all diese Gestaltungen ohne Ansehen der konkreten Motivation darunter zu fassen und dann gegebenenfalls auf der Ebene der Ausnahmen etwas zu begründen, sehe ich sicherlich ein ganz legitimes Ziel, das Ganze nicht zu torpedieren. Auf der anderen Seite frage ich mich natürlich auch, ob die Bürger bei Bürgerenergieprojekten gänzlich schutzlos gestellt sind. Wenn wir sagen, dass es in diesem Bereich auch um den Anlegerschutz geht, dann ist es doch so – das klang heute auch schon vielfach an –, dass die Bürger nicht immer alles selbst in die Hand nehmen, sondern sich – wie im gesamten Kapitalmarktbereich sonst

auch – Profis anvertrauen. Es gibt Initiatoren, es gibt Unternehmen, die diese Geschäftsmodelle verwirklichen. Da stellt sich mir natürlich die Frage, warum man die nicht auch durch eine entsprechende Regulierung in die Pflicht nehmen soll, damit diese Bürgerenergieprojekte nicht nachträglich durch Missmanagement etc. an Vertrauen und Reputation einbüßen. Ich habe doch gewisse Zweifel, hier eine kategorische Ausnahme zu befürworten. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Abg. Sänger für die Fraktion der FPD.

**Abg. Björn Sänger (FDP):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Nachdem der Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen jetzt angekommen ist, kann ich doch noch meine Bitte loswerden, die Vorteile des Bewertungsverfahrens durch Kollegialausschüsse gegenüber den im Gesetzentwurf angedachten Regelungen zu beschreiben.

Meine zweite Frage richtet sich an Herrn Dr. Warth: Es ist hier schon vom Vertrieb der Produkte die Rede gewesen. Sie haben in Ihrer Stellungnahme Vorschläge zum Vertrieb gemacht. Wenn Sie uns die bitte noch einmal erörtern könnten. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr. Dr. Archner hat das Wort für den Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen.

**Dr. Gernot Archner (BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e. V.):** Vielen Dank für die Worterteilung, Frau Vorsitzende. Und vielen Dank für die Frage, Herr Abg. Sänger. Ich hoffe, dass meine Mitglieder bei der Objektbesichtigung pünktlicher sind. Davon gehe ich mal aus. Vorteile des Kollegialentscheids gegenüber Einzelgutachten: Es gibt verschiedene Ebenen zu unterscheiden. Da gibt es zum einen die fachliche Ebene und zum anderen die Ebene der Unabhängigkeit. Auf der fachlichen Ebene ist zu sagen, dass – die meisten im Raum sind Juristen. Sie kennen das von der Referendarausbildung, von Gremienentscheidungen und auch von der Gerichtsbarkeit! – ein Gutachter ein Hauptgutachten fertigt und zwei Nebengutachter dieses kontrollieren. Das ist aber nur bedingt vergleichbar, weil wir in der Immobilienbewertung die Situation haben, dass sie zunächst erst einmal eine vollständige Sachverhaltsanalyse machen müssen, die oftmals sehr unklar ist. Sie haben komplexe Sachverhalte. Sie haben Due Diligence-Berichte<sup>11</sup>. Sie haben komplexe Vertragswerke, nicht nur Mietverträge, beispielsweise auch

---

<sup>11</sup> „Due Diligence (DD) bezeichnet eine mit „gebotener Sorgfalt“ durchgeführte Risikoprüfung, die i. d. R. durch einen Käufer beim Kauf von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien oder einem Börsengang erfolgt. Due-Diligence-Prüfungen (sinngemäß übersetzt als „im Verkehr erforderliche Sorgfalt“) analysieren Stärken und Schwächen des Objekts sowie die entsprechenden Risiken und spielen daher eine wichtige Rolle bei der Wertfindung des Objektes.“ (<http://de.wikipedia.org/wiki/Due-Diligence-Pr%C3%BCfung>)

Erbbaurechtsverträge. Die Sachverhaltsaufnahme ist an dem Punkt schon eine wesentlich vertiefere, wenn drei Experten die Bewertungsunterlagen geprüft haben. Das ist der eine Punkt.

Der andere Punkt ist – das ist, bezogen auf die Ermessensausübung, natürlich jetzt der maßgebliche –, dass Immobilienwertermittlung immer mit Ungenauigkeiten, mit breiten Ermessensbändern verbunden ist. Das heißt: Der Ansatz von Bewertungsmieten, die Ableitung von Kapitalisierungszinssätzen aus dem relevanten Teilmarkt heraus erfordert erst einmal die marktgerechte Erfassung des Marktgeschehens in einem relevanten Teilmarkt. Und hier habe ich die Situation, dass ich, wenn ich drei Experten habe, drei Mal die Kompetenz habe, drei Mal die Erfahrung habe und drei Mal eine Datengrundlage habe. Das gilt natürlich für den Faktor bei der Sachverhaltsprüfung ganz genauso. Bezogen auf die Kostenseite – das ist der einzige Nachteil bei einem Kollegialentscheid – habe ich jedoch nur den Faktor 1,2 bis 1,5. Wir haben das sowohl im Bereich der offenen Immobilienfonds als auch der geschlossenen Immobilienfonds auf Basis von Echtdateien aus der Branche heraus errechnet. Da liegen uns auch Echtdateien vor. Dieser Kostenfaktor ist jedoch mit Blick beispielsweise auf geschlossene Fonds so einzuschätzen, dass er von den tatsächlichen Kosten her nicht an die Kosten, die sie bei einer internen Bewertung hätten, heranreichen. Das sind bei einer internen Bewertung keine Sowiesokosten, weil er, wenn sie einen internen Bewerter haben – auch wenn es ein Einzelgutachter ist, ich rede nicht einmal von einem Gremium – eine entsprechende Qualifikation haben muss. Wir haben das auch entsprechend dargelegt.

Die andere Ebene beim Kollegialentscheid ist die Ebene der Unabhängigkeit, die Unabhängigkeit der drei Experten voneinander. Das ist ganz wesentlich, weil wir nicht darüber reden, dass sie drei Werte haben und dann ein arithmetisches Mittel gebildet wird, sondern wir reden darüber, dass sie eine fachliche Diskussion über den relevanten Mietmarkt zum Bewertungsstichtag, über den relevanten Investmentmarkt zum Stichtag und über die Einschätzung der Objekte in diesem Markt haben. Ein ganz wesentlicher Punkt im Bereich der institutionellen Kapitalanleger, der regulierten Kapitalanlage ist die Unabhängigkeit vom Auftraggeber. Wir haben jetzt die Situation, dass einige offene Immobilienpublikumsfonds in Abwicklung sind. Ich hätte – mit Verlaub – ungern eine Situation, dass Einzelgutachter den Interessen der Immobilienkapitalanlagegesellschaften gegenüberstünden. Das muss man einmal so in aller Deutlichkeit sagen! Das Gremium, der Ausschuss befindet sich auf Augenhöhe zur Kapitalanlagegesellschaft. Das tut der Einzelgutachter nicht. Sie isolieren regelmäßig den Einzelgutachter im Bereich der institutionellen Immobilienbewertung. Aus dem Grunde heraus ist es im Spezialfondsbereich beispielsweise so, dass es da in der Regel – obwohl sie es rechtlich nicht müssen – best Practice ist, einen Sachverständigenausschuss zu haben. Allerdings ist

das nicht mehr ganz vollständig der Fall. Es gibt da auch schon erste – sagen wir mal - Einfälle. Das Tor ist rechtlich durch das Investmentänderungsgesetz ein bisschen geöffnet worden. Wir haben das immer kritisiert. Wir sehen auch im Spezialfondsbereich die Situation, dass gerade durch das KAGB, aber auch vorher schon, Plattformmodelle angestoßen werden. Sie werden künftig die Situation haben, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nur die rechtliche Plattform darstellen wird. Im Wesentlichen wird das Geschäft vom Asset-Manager betrieben. So wie das KAGB jetzt steht, wird dieser Asset-Manager in der Regel auch der externe Bewerter sein können, für eine kleine Zusatz-Fee. Sie haben da nicht mehr eine Wertüberprüfung durch den Jahresabschlussprüfer nach § 216 KAGB. Und sie haben eine Interessenidentität zwischen dem Asset-Manager und gegebenenfalls dem Spezialfondsinvestor. Wir reden hier über die Verwaltung von Sozialkapital. Wir reden auch über die Auswirkungen mittelbarer Natur auf die wirtschaftlich Berechtigten dieses Sozialkapitals; ganz gleich, ob das jetzt Versicherte sind, ob das jetzt Pensionskassenberechtigte sind. Sie öffnen den Markt für künftige Wertungsprobleme in diesem Bereich. Wir denken, dass die europäische Richtlinie da in gewisser Weise europerechtlich ein Problem darstellt, wobei wir Rechtsgutachten von Freshfields vorgelegt haben, die die Möglichkeit sehen, im Spezialfondsbereich unter gewissen Voraussetzungen einen Sachverständigenausschuss vorzusehen. Es gibt Möglichkeiten, vielleicht eingeschränkter Natur, aber wir möchten dennoch darauf hinweisen, damit wir uns an diesem Punkt - langfristig gesehen - keine Bewertungsprobleme einfangen, die nicht notwendig sind. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Herr Dr. Warth hat das Wort.

**Sv Dr. Wolfgang Warth (Dr. Warth & Partner Unternehmensberatungsgesellschaft mbH):**

Ich möchte auf die Frage von Herrn Abg. Sängler eingehen, die in die Richtung ging, was der Vertrieb bewegt und wie das Ganze auf das Thema „Anlegerschutz“ wirkt. An der Stelle möchte ich eines kurz richtigstellen: Es ist vorhin über Hedgefonds gesprochen worden. Hedgefonds sind nach dem Entwurf des KAGB im Grunde über den gewerblichen Vertrieb ausgeschlossen. Aus dem gewerblichen Vertrieb sind aber in den letzten Jahren bei dem Vertrieb solcher intransparenter Produkte mehrfach große Probleme entstanden.

Lassen Sie mich auf das Thema „Anlegerschutz“ und auch auf gewisse Inkonsistenzen, die mir im Gesetz aufgefallen sind, insoweit etwas genereller eingehen. Unser Hintergrund: Wir sind als Berater in der Finanzwirtschaft seit vielen Jahren tätig, beraten Banken, Versicherungsunternehmen, aber auch freie Vertriebe, und sind natürlich aus dieser Tätigkeit stetig mit Anlegerschutzfragen auch im Sinne eines vernünftigen und gesetzeskonformen Vertriebes konfrontiert. Zunächst möchte ich auf eines hinweisen: Im Investmentgesetz gab es eine sehr gute, sinnvolle Trennung von Sondervermögen und



Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken. Aus dieser prinzipiellen Aufgliederung ergaben sich gewisse Folgerungen auch für den Vertrieb und den Anlegerschutz. Ich denke, im KAGB könnte man diesen Gedanken aufgreifen und sinnvoller, konkreter weiter verfolgen, beispielsweise indem man sagt, „Es gibt in der Zukunft Publikums-Investmentvermögen mit oder ohne zusätzliche Risiken!“, wobei das Thema der Risiken an mehreren Stellen schon einmal aufgefallen ist: Risiken kommen aus dem Leverage eines Fonds und auch aus mangelnder Risikodiversifizierung und Risikostreuung. Insoweit bedürfte es – wenn man diese Trennung macht – in § 1 des KAGB einer genauen Darstellung, was risikotreibende oder risikogeneigte Produkte sind und was weniger risikogeneigte Produkte sind. Dahinter steht eine gewisse Logik, die vielleicht auch das eine oder andere Problem, das wir heute schon diskutiert haben, lösen könnte. Die Logik ist die: Erhöhte Risiken bedürfen erhöhter Aufklärungspflichten, Ausforschungspflichten oder auch Transparenzpflichten. Man könnte die Dinge also ein Stück weit systematisieren. Dazu gibt es von uns konkrete Vorschläge, die dahin gehen. Im Grunde ist das im KAGB an einigen Stellen auch schon vorgesehen. Wenn man Produkte mit zusätzlichen Risiken anbietet, dann muss man einfach eine erweiterte Geeignetheits- oder Angemessenheitsprüfung durchführen. So etwas finden wir im Ansatz im § 262 Absatz 2 KAGB, und zu den Risikokapitalfonds auch im § 337 KAGB. Dort gibt es schon Vorschläge für solche erweiterten – ich beziehe mich jetzt auf die Begriffsbildung im WpHG – Pflichten der Prüfung der Angemessenheit oder der Geeignetheit. Man könnte dann überlegen, ob man vielleicht das Thema Hedgefonds – die hat man jetzt in den Bereich der Spezialfonds hineingeschoben – auch für das Publikum öffnen könnte, wenn sie risikodifferenziert sind. Dann könnte man sagen, dass man die gesamte Gruppe der risikodiversifizierten und ohne Leverage ausgestatteten Produkte nimmt und für diese Gruppe – das wären dann diese Investmentvermögen mit erhöhten Risiken – diese erhöhten Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfungen gelten; je nachdem, ob Beratung oder Vermittlung durch den Finanzdienstleister angeboten wird. Man müsste prüfen, ob man diese Überlegungen generell in einem weiteren Schritt sogar auf alle komplexen Finanzinstrumente anwendet und insoweit die Investmentvermögen mit zusätzlichen Risiken als komplexe Finanzinstrumente betrachtet. Ich beziehe mich hier auf die Begriffsbildung in der Wertpapierdienstleistungsdurchführungsverordnung<sup>12</sup>.

Punkt zwei: Man könnte sehr viele Probleme im Vertrieb lösen, wenn man sagen würde, dass man Produkte mit zusätzlichen Risiken in der Art und Weise, wie ich es gerade dargestellt habe, vom gewerblichen Vertrieb ausschließen würde. Ich möchte darauf hinweisen, dass man seinerzeit bei der Einführung der MiFiD<sup>13</sup> den Artikel 3 – fakultative Ausnahmeregelung – eingeführt hat, weil man gesagt hat, dass diese Ausnahmeregelung

---

<sup>12</sup> Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV)

<sup>13</sup> Markets in Financial Instruments Directive, Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente

nur für Investmentvermögen angewandt werden, die keine zusätzlichen Risiken beinhalten. Insoweit muss man dann natürlich auch prüfen, ob man nicht die Freigabe der Vermögensanlagen nach Vermögensanlagegesetz generell für den gewerblichen Vertrieb freigibt. Zumindest müsste man dann vielleicht einmal nachprüfen, welche dieser Vermögensanlagen OGAWs<sup>14</sup> und welche keine OGAWs sind. Generell soll damit gesagt werden: Es gibt in diesem KAGB unterschiedlichste Produkte, unterschiedlichste Risikostrukturen. Die sollte man in eine Zweiklassengesellschaft zerlegen und für die risikoreicheren Produkte erhöhte Anforderungen bilden. Für diese erhöhten Anforderungen bedarf es auch höherer Qualifikationen. Auf diese Art und Weise würde man dann sicherlich viele produktbezogene Themen durch vernünftige vertriebsbezogene Regelungen ganz gut in den Griff kriegen. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Sieling für die Fraktion der SPD.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage richtet sich an Herrn Prof. Dr. Sebastian bezüglich der Frage der offenen Publikums-AIF: Dort hat es eine Veränderung bei der Frage der Fremdfinanzierungsquote, also bei Leverage, gegeben, aber auch bei der Grenze für die Publikumsfonds von jetzt 20 000 Euro, vorher 50 000 Euro. Der Bundesrat bezieht dort auch Position und empfiehlt die alten Werte. Hierzu hätte ich gerne Ihre Einschätzung, ob das eine gangbare und verantwortbare Möglichkeit für diese geschlossenen Fonds ist.

Dann würde ich gerne noch einmal an die Debatte zu meiner vorigen Frage im Hinblick auf den Anwendungsbereich anknüpfen: Wir haben zu der Thematik eine Reihe von Sichtweisen und Problematisierungen gehört. Dazu richtet sich meine Frage noch einmal an die BaFin: Herr Caspari hatte ausgeführt, welche Problemlagen es dort gibt, und dass Guidelines entwickelt würden, man aber gegenwärtig noch keine Abgrenzung habe. Ich habe Ihre letzten Äußerungen so verstanden, dass sich das auf die gegenwärtige Situation bezieht, aber Sie natürlich auch an so etwas arbeiten. Der 22. Juli 2013 ist nun nicht so weit entfernt. Deshalb fände ich es sehr hilfreich, wenn Sie präzisieren würden, wie der Arbeitsweg in die Richtung gehen wird. Sie sprachen auch von Konsultationen und ähnlichen Dingen. Mich würde auch die Frage interessieren – vielleicht durchaus unter Aufnahme der hier erfolgten Beiträge –, wie wir uns das inhaltlich vorstellen müssen. Ich fände das deshalb sehr gut, weil Sie vorhin doch sehr prozessoral geantwortet haben. Sagen Sie ruhig, warum es eigentlich nicht möglich ist, schon bis zum Abschluss dieses Gesetzes

---

<sup>14</sup> Wertpapiere, die unter die Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) fallen.

Mitte Mai diese Guidelines zu entwickeln, und warum in den zwei Monaten danach die besonderen Einsichten kommen, sodass das nicht dem Gesetzgeber sondern der BaFin überlassen werden muss.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Prof. Dr. Sebastian, Sie haben das Wort.

**Sv Prof. Dr. Steffen Sebastian (Universität Regensburg):** Vielen Dank für die Frage. Zunächst zum Thema Leverage: Ich habe das auch schon in einem Gutachten für den Zentraler Immobilien Ausschuss, den Verband Geschlossene Fonds, den Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen und den Bundesverband Investment und Asset Management ausgeführt. Grundsätzlich sind geschlossene Fonds, wie auch offene Fonds, Eigenkapitalsammelstellen und keine Fremdkapitalsammelstellen. Entsprechend ist es zunächst erst einmal sinnvoll, den Leverage möglichst niedrig zu halten. Mit einem Leverage von 30 Prozent fände ich die Position der Anleger noch einigermaßen geschützt. Man darf nicht vergessen, dass es dann, wenn es zu Wertverlusten kommt – wir reden hier nicht nur von Immobilienfonds, sondern auch teilweise von sehr exotischen, innovativen und entsprechend sehr riskanten Geschäfts- und Investmentideen –, sehr schnell dazu kommen kann, dass das Eigenkapital dieses Fonds aufgezehrt wird, insbesondere wenn sich das wiederholt. Die gerade hier besprochene Eigenkapitalgrenze von 60 Prozent halte ich aus Anlegersicht für sehr, sehr gefährlich, weil bereits nach wenigen Jahren mit einer Verlustsumme das Eigenkapital ausgezehrt wäre und der Fonds dann abgewickelt wäre oder zumindest die Grenze überschritten hätte. Insofern finde ich eine Leverage-Grenze von 30 Prozent deutlich sinnvoller als von 60 Prozent.

Die andere Grenze, die hier angesprochen wurde, ist die Grenze von 20 000 Euro: Nachdem damit auch in undiversifizierte Fonds investiert werden dürfte, möchte ich zunächst erst einmal sagen, dass ein Fonds mit drei Objekten genauso wenig diversifiziert ist wie ein Fonds mit einem Objekt. Aus finanzwirtschaftlicher Sicht hat das mit Risikodiversifikation noch nichts zu tun, wenn wir drei Objekte haben. Wenn Ziel und Zweck dieser Grenze von 20 000 Euro war, Klumpenrisiken im Portfolio des Anlegers zu vermeiden, dann muss man die Grenze auch auf das Portfolio des Anlegers beziehen. Drei Mal 20 000 Euro im Portfolio eines vermögenden Privatanlegers können ein ganz erhebliches Klumpenrisiko ausmachen. Insofern muss man sagen, „OK! 15 Prozent hat der VGF<sup>15</sup> vorgeschlagen - auf Ebene des Anlegers -, fünf Prozent hat der vzbv<sup>16</sup> vorgeschlagen - auf der Ebene des Anlegers -.“ Ich will mich jetzt nicht festlegen, wo die richtige Größe ist, aber auf jeden Fall muss der Bezugspunkt nicht eine absolute, sondern eine relative Zahl sein. Vielen Dank.

---

<sup>15</sup> Verband Geschlossene Fonds e. V.

<sup>16</sup> Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Es folgt Herr Caspari für die BaFin.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich will mich bemühen, die Frage weniger prozessoral zu beantworten.

- Heiterkeit -

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Zunächst die Frage nach der Abgrenzung - ich will an einem Beispiel deutlich machen, wo der Hase im Pfeffer liegt -: Bei der Abgrenzung zwischen Unternehmensgegenstand und Anlagestrategie verweise ich auf § 9 der Vermögensverkaufsprospektverordnung<sup>17</sup>. Danach müssen sie, wenn sie unter das Vermögensanlagengesetz<sup>18</sup> fallen, eine Angabe über die Anlagestrategie und Anlagepolitik machen. Das heißt, wenn sie unter diese Prospektpflicht fallen, dann werden sie gezwungen, eine Anlagestrategie offen zu legen. Damit fallen sie automatisch wieder in den Investmentbegriff, weil sie dort eine Anlagestrategie haben. Auch die Blind Pools<sup>19</sup> müssen aufgrund dieses Zwangs in der Verordnung eine Anlagestrategie angeben. Das könnte man nicht mehr aufrecht erhalten, weil das sonst ein Zirkelschluss ist. Sie haben als Unternehmen oder als Fonds das Problem, dass sie ihren Unternehmensgegenstand definieren können. Dann werden sie als Fonds oder als Unternehmen tätig, und zwar operativ. Das ist das Spannungsverhältnis: Auf der einen Seite Anlegerschutz zu gewähren und auf der anderen Seite operativ tätige Unternehmen nicht zu erfassen. Das ist eins der Hauptprobleme, vor denen wir stehen. Wenn wir hier schon den Stein des Weisen gefunden hätten, würde ich Ihnen den heute gerne offenlegen.

Was das Verfahren angeht, haben wir die Absicht, die Konsultation vor Abschluss dieses Gesetzgebungsverfahrens zu veröffentlichen. Wir wollten und müssen aber – wir sind nicht allein auf dieser Welt – erst einmal die Diskussion mit der Bürgerbeteiligung führen. Die Dinge hängen – wie ich an dem Beispiel eben deutliche gemacht habe – eng zusammen. Restriktiv auf der einen Seite heißt großzügig auf der anderen Seite. Das ist dann eine Abwägung zwischen zwei Zielen, die im Endeffekt natürlich politisch getroffen werden

---

<sup>17</sup> Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung – VermVerkProspV)

<sup>18</sup> Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagengesetz – VermAnlG)

<sup>19</sup> „Hierbei handelt es sich um eine Sonderform eines Beteiligungsmodells und dient meist der Finanzierung von Immobilien- oder Medienprojekten. In der Regel weiß der Anleger zum Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung noch nicht, in welches Projekt er tatsächlich investiert. Anfänglich wird das Kapital von einer Fondsgesellschaft gesammelt und zu kurzen Kündigungsfristen verzinslich angelegt. Erst wenn der Fond geschlossen ist, entscheidet die Geschäftsführung über die endgültige Auswahl des Projektes. Es sollten bei diesem Modell klare und eindeutige Investitionskriterien definiert werden. Trotzdem kann es natürlich vorkommen, dass das Kapital in wenig Erfolg versprechende oder zu teure Projekte fließt. Das absolute Vertrauen in die Fähigkeit der Geschäftsleitung ist also hierbei zwingend erforderlich.“

(<http://www.boersen-lexikon.net/boersenlexikon/blind-pool.html>)

muss, die wir uns nicht anmaßen möchten. Wir haben keine Aussage zu erwarten, was „operativ tätig“ bedeutet. Es ist aber zu erwarten, dass es zu den anderen Elementen noch eine europäische Guideline von der ESMA geben wird. Da läuft eine Konsultation. Und die wird aller Voraussicht nach dann auch zu einer Guideline führen. Wie gesagt, das Hauptproblem bleibt das Operative. Da sehe ich nicht, dass wir auf europäischer Ebene irgendwelche Hilfestellungen bekommen. Ich hoffe, damit etwas konkreter geworden zu sein.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Abg. Flosbach stellt die nächsten Fragen für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Klaus-Peter Flosbach (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage richtet sich an Kapital-Markt Intern. Wir hörten gerade von Herrn Prof. Dr. Sebastian, dass der Fremdkapitaleinsatz eigentlich auf 30 Prozent begrenzt sein müsste. Es ist eine ständige Diskussion, welches Produkt welchen Fremdkapitaleinsatz braucht. Sie haben die Reglementierung in Ihrer Stellungnahme kritisiert und auch die Häufigkeit und den Umfang der – wie Sie schreiben – kostenintensiven Bewertungsverfahren bei geschlossenen Fonds. Vielleicht begründen Sie das noch einmal.

Meine zweite Frage richtet sich an den Verband Geschlossene Fonds. Sie haben eben schon einmal kurz auf die Übergangs- und Bestandsvorschriften hingewiesen. Am 22. Juli 2013 ist sozusagen die Deadline. Es gibt Fonds, die vorher mit großen Investitionen aufgelegt worden sind, die möglicherweise noch nicht im Vertrieb sind. Dann geht es natürlich nach dem 22. Juli weiter. Sie haben hier die Übergangsvorschriften als problematisch und wenig praxistauglich beschrieben. Ich bitte Sie, das zu erläutern.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Kremer hat das Wort für Kapital-Markt Intern.

**Sv Uwe Kremer (Markt Intern Verlag GmbH):** Vielen Dank, Herr Abg. Flosbach, für die Fragen und dass man den Sachverhalt im Hinblick auf die Fremdkapitalquote noch einmal erläutern kann, weil das an der Stelle ein wichtiges Anliegen ist. Wenn wir von dem normalen Immobilieninvestor ausgehen würden, würde kein Mensch erwarten, dass beispielsweise der normale Häus'le-Bauer sein Haus mit 30 Prozent Fremdkapital finanzieren würde. Sonst hätten wir in Deutschland keine Häuser. Das muss man an der Stelle ganz klar so festhalten. Jeder Mensch, der für sich irgendwann einmal ein Privathaus baut oder eine Eigentumswohnung kauft, geht viel, viel höhere Risiken ein als beispielsweise ein geschlossener Fonds, der auch mit der Bilanzgrenze von 60 Prozent eine klare Struktur hat. Das ist der erste Punkt.

Der zweite Punkt liegt darin begründet, dass die Banken von sich aus ein Interesse haben, zu schauen, wie werthaltig der Gegenstand ist, wie hoch man diesen beleihen kann. Das heißt, die Bank wird von sich aus ein Interesse daran haben, den Fonds nicht mit zu viel Fremdkapital auszustatten. Im Verwertungsfall muss man wenigstens bei den Marktschwankungen etwas abfangen können, wenn da irgend etwas sein sollte. Wenn man die normale private Immobilieninvestition vergleicht und sagt, „Wir wollen diese private Immobilieninvestition gerne auch auf einer anderen Ebene für den Privatanleger haben!“, dann sollten wir auch vergleichbare Quoten zulassen. Es macht an der Stelle mehr als Sinn, hinzugehen und vergleichbare Quoten zu schaffen, gerade weil man in dem Bereich relativ sichere Produkte hat. Im Bereich der erneuerbaren Energien haben wir deutlich höhere Fremdkapitalquoten. Wir haben auch darüber gesprochen, dass unsere Wunschvorstellung wäre, dass man die Fremdkapitalquote komplett frei an der Beleihungsgrenze der Bank orientiert, dass man also eine individuelle Asset-basierte Beleihungsgrenze hat. Wir verstehen aber, dass der Gesetzgeber – insbesondere natürlich auch die BaFin – eine handhabbare, klare Grenze in irgendeiner Form braucht, damit man nicht jedes Mal mit fünf Wertgutachten anfangen muss. Deshalb haben wir uns von dieser klaren Beleihungsgrenze von 60 Prozent – die eine Mindestbilanzgrenze sein sollte; sonst können wir in vielen Bereichen keine Investitionen wie erneuerbare Energien oder ähnliche Dinge mehr tätigen – überzeugen lassen. Deshalb sind wir klar erklärte Freunde von dieser Beleihungsgrenze. Die Risiken sind, denke ich, auch überschaubar. Wenn wir hier einen höheren Eigenkapitalansatz hätten, um die Risiken bei Wertschwankungen zu reduzieren, wäre im Hinblick auf den Anlegerverlust im Prinzip nichts gewonnen, weil der absolute Anlegerverlust der Gleiche wäre. Der Anlegerschutz ist an der Stelle nicht höher, denn der Verlust wäre theoretisch der Gleiche wie über die Wertschwankung, wenn das tatsächlich einmal mit so einem Immobilienwert nach unten gehen sollte.

Im Hinblick auf die Bewertungsverfahren ist das Problem, dass ein geschlossener Fonds zu einer bestimmten Zeit in eine oder mehrere Immobilien – um beim Immobilienfonds zu bleiben –, in ein oder mehrere Assets investiert. Das heißt, die Anleger investieren und sind zu diesem Zeitpunkt auch investiert, haben – anders als beispielsweise bei offenen Investmentfonds – keine Marktschwankungen, zu denen sie ihren Anteil zu diesem Zeitpunkt wieder veräußern können. Das heißt, der Wert des Anteils bleibt, unabhängig davon, wie sich beispielsweise die Nachfrage nach einem bestimmten Anteil am Markt entwickelt. Haben wir hier eine hohe Folge von Bewertungsgutachten, ist für den Anleger zunächst überhaupt nichts geschehen. Bleiben wir beim Beispiel der Immobilie: Die Immobilie ist vermietet, wird langfristig betrieben, soll an der Stelle gar nicht verkauft werden, und der Wertgutachter – wir haben im Markt eine Schwankung – würde an der Stelle einen niedrigeren Wert feststellen. Die Mieter zahlen ihre Miete ganz normal wie vorher auch. Da ist überhaupt nichts passiert. Die Investoren bleiben alle drin. Die Anleger

bleiben alle drin. Deren Werte sind davon völlig unberührt, weil sich die Cash-Flows im Inneren nicht in Abhängigkeit davon verändern, wie sich unter Umständen der Immobilienmarkt draußen entwickelt. Nur im Verkaufsfalle greift das. Deshalb halten wir insbesondere in dem Ursprungsentwurf die Anzahl der Bewertungen für zu häufig und auch für zu teuer.

Der zweite Punkt bei den Bewertungen, auf den ich noch abstellen möchte, ist, dass eine Risikomischung gefordert wird. Wir haben in dem Segment auch eine Reihe von Portfolio-Fonds, die mittlerweile relativ breit investieren, das heißt, sich an anderen Fonds, an anderen unternehmerischen Beteiligungen beteiligen. Wenn diese mit gewissen Quoten investieren würden – wenn sie sich beispielsweise mit drei, vier, fünf Prozent entweder an einem anderen Fonds oder an einem Investment beteiligen würden, beispielsweise im Bereich Private Equity –, dann müsste man für diese drei oder vier Prozent eine eigene Bewertung durchführen. Da hat man dann natürlich beispielsweise das Problem, dass man für den kompletten Investitionsprozess eines solchen geschlossenen Fonds 60, 70 Bewertungen für ein Asset bräuchte. Das treibt die Kosten – insbesondere bei diesem Starkrisiko der diversifizierenden Portfolio-Fonds – immens nach oben. Deshalb hätten wir gerne Mindestschwellen im Hinblick auf Bewertungsgutachten eingeführt, die unseres Erachtens nach bei zehn Prozent der Investitionssumme liegen sollten. Das heißt, wenn man beispielsweise einen Fondsanteil oder eine Beteiligung kauft, die dann deutlich kleiner ist, wäre der Bewertungspreis völlig unangemessen in Relation zum Investitionspreis, den man hat. Deswegen ist unser Vorschlag, dass man hier eine gewisse Mindestschwelle einzieht – bei der Bewertung am besten fünf Prozent des Gesamtinvestitionsvolumens –, weil man damit die breite Diversifikation und die Risikostreuung auch im Sinne des Anlegers fördert. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Romba für den Verband Geschlossene Fonds.

**Sv Eric Romba (Verband Geschlossene Fonds e. V.):** Frau Vorsitzende, vielen Dank für die Erteilung des Wortes. Herr Abg. Flosbach, vielen Dank, für die Frage. Mir obliegt es nun, den § 353 KAGB, die Bestandsschutzregelungen – Wer sich damit beschäftigt und ein Sprachpurist ist: Das ist ein sehr sperriges Thema! –, in der Kürze der Zeit und mit aller Prägnanz runter zu brechen und auf die Probleme hinzuweisen. Kurz und knapp entzündet es sich an zwei Formulierungen. Das eine ist der Begriff „ausschließlich“ und das andere ist der Begriff „zusätzliche Anlagen tätigen“. Was verbirgt sich dahinter? Die AIFM-Richtlinie sieht einen Bestandsschutz für Fonds vor. Die Umsetzung dieser Bestandsschutzregelung in § 353 KAGB ist – wie gesagt – etwas sperrig und mit einer Hinzufügung – nämlich mit dem Begriff der Ausschließlichkeit – versehen. Ausschließlichkeit ist insofern problematisch,

weil nur dort Bestandsschutz besteht, wo die zukünftigen neuen Gesellschaften ausschließlich ausinvestierte geschlossene Fonds verwalten. Das führt in der Praxis dazu, dass wir vermutlich eine Zweiteilung im Markt sehen werden. Das heißt, wir werden Altgesellschaften haben, die die Bestandsfonds verwalten, um sicherzugehen, dass sie einen Bestandsschutz bekommen, und wir werden neuzugelassene Gesellschaften bekommen, die der BaFin-Aufsicht unterliegen, die Neugeschäft in Form von AIFs machen. Jetzt habe ich aber dennoch das Risiko, dass ich eine Infizierung durch diesen Begriff „ausschließlich“ nicht ausschließen kann. Unterm Strich heißt das, dass wir ungefähr 2 000 Bestandsfonds unter unseren Mitgliedern haben, die das Risiko haben, dadurch infiziert zu werden, dass ein Fonds irrtümlicherweise nicht unter den Bestandsschutz fällt. Das heißt, wenn ich 100 Fonds habe, alle ausinvestiert sind und einer nicht unter die Bestandsschutzregelung fällt – das ergibt sich nach einigen Jahren durch Überprüfung –, infiziert er alle anderen Fonds. Das heißt, sämtliche Anforderungen des Kapitalanlagegesetzbuches sind auch von den anderen Fonds zu erfüllen. Dies, obwohl diese Fonds eigentlich niemals die Absicht hatten, unter das Kapitalanlagegesetzbuch zu gehen. Dies, obwohl die Anleger niemals wussten, dass ihnen diese Regulierung droht. Und dies, obwohl Kosten aufkommen, die diese Fonds niemals einkalkuliert haben. Wenn man dann weiß, dass der Begriff „ausschließlich“ nicht in der Richtlinie verankert ist, ist unser Petitum an dem Punkt: Streichen! Damit wäre für den Markt ein großes Problem dieser Konstellation schon einmal behoben.

Das andere Thema ist die Begrifflichkeit in den Bestandsschutzregelungen „zusätzliche Anlagen tätigen“. Die Frage, „Was ist *eine zusätzliche Anlage tätigen*?“, ist deswegen entscheidend, weil es eine Weichenstellung ist, ob ich unter das Kapitalanlagegesetzbuch mit meinen Altfonds falle oder ob ich nicht darunter falle. Wir haben schon gehört, dass das 2 000 Bestandsfonds treffen könnte. Die Auslegung des Begriffs „Anlagen tätigen“ wird sehr weit gefasst. Nehmen wir einmal ein Extrembeispiel: Es gibt eine neue gesetzliche Pflicht, Umweltauflagen zu erfüllen und beispielsweise in der Klimatisierung einer Bestandsimmobilie, wo das Fremdkapital komplett getilgt ist, eine neue Klimaanlage einzubauen. Allein durch die Erfüllung der gesetzlichen Pflicht, die ich als Eigentümer dieser Immobilie habe, kann der Begriff der „zusätzlichen Anlagen tätigen“ schon erfüllt sein. Damit würde dieser Fonds unter das Kapitalanlagegesetzbuch rutschen, obwohl die Voraussetzungen hierfür eigentlich nicht gegeben sind. Diese Unsicherheit ist sehr gravierend. Insofern ist es aus unserer Sicht zwingend erforderlich, dass der Begriff „Anlagen tätigen“ definiert wird. Wir haben das Thema auf der europäischen Ebene vorgebracht. Tatsächlich findet auf der europäischen Ebene dazu keine öffentliche Diskussion und kein transparenter Definitionsprozess statt, sondern das findet hinter verschlossenen Türen statt. Das ist in einem so wichtigen Punkt, der allein durch die Begrifflichkeiten und durch eine weite Auslegung dazu führen kann, dass Anleger, Fonds



und Anbieter betroffen sind, die eigentlich auf einen Bestandsschutz hoffen konnten, aus unserer Sicht nicht hinnehmbar. Deswegen sollte das auch im parlamentarischen Verfahren gesetzlich geregelt werden. Wir haben dazu auch in unserer Stellungnahme Beispiele angeführt, wie man das definieren könnte. Beispielsweise sollten Maßnahmen zur Instandhaltung von Investitionsgegenständen nicht unter den Begriff der „zusätzlichen Anlage“ fallen. Es sollte beispielsweise auch nicht unter die „zusätzliche Anlage“ fallen, wenn ich meine Immobilie, die eine Lebensdauer von 30, 40, 50 Jahren hat, refurbishe<sup>20</sup>, um sie weiterhin für Mieter attraktiv zu machen, oder weil ich ihr einen neuen Umweltstandard gebe, indem ich neue technische Anlagen einbaue. Dass das nicht unter den Begriff der „zusätzlichen Anlagen“ fallen kann, wäre aus unserer Sicht sehr wichtig, sonst bekommen wir das Risiko, dass jemand in dieses Gesetz hineinfällt, der damit überhaupt nicht rechnen musste, und am Ende Anforderungen erfüllen muss, die unterm Strich vom Anleger zu tragen sind.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Das Wort hat Herr Abg. Koch für die Fraktion DIE LINKE.

**Abg. Harald Koch (DIE LINKE.):** Kommen wir noch einmal zu den Eigenkapitalvorschriften: Es ist interessant, dass teilweise ähnliche Fragen an unterschiedliche Sachverständige gestellt, aber unterschiedlich beantwortet werden. Ich möchte meine erste Frage an Frau Dr. Liebert von Tax Justice Network richten. Wie sind die Auflagen der AIFM-Richtlinie in Sachen Eigenkapitalanforderung an AIFs ausgestaltet? Wie sind diese im Vergleich zu den Eigenkapitalanforderungen an Banken einzuschätzen? Zu welcher Bewertung gelangen Sie in dieser Frage?

Die zweite Frage zu den Bürgerenergieprojekten möchte ich noch einmal an Herrn Peter Mattil von den Rechtsanwälten Mattil & Kollegen richten. Wie beurteilen Sie die sogenannten Bürgerenergieprojekte? Sind die auch anders als geschlossene Fonds organisiert? Soll man sie vom Gesetz ausnehmen? Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Frau Dr. Liebert hat das Wort.

**Sve Dr. Nicola Liebert (Tax Justice Network):** Vielen Dank, für die Frage. Zum Eigenkapital: Hier sehen wir in Bezug auf die alternativen Investmentfonds, insbesondere wiederum auf die Hedgefonds, auf die ich zurückkommen möchte, tatsächlich eine der größten Schwächen des vorliegenden Entwurfes. Damit haben wir uns als Tax Justice Network am meisten beschäftigt. Aber hier sehen wir auch die größten systemischen

---

<sup>20</sup> abgeleitet von to refurbish something = etwas renovieren

Risiken. Hier möchten wir vorschlagen, dass sich der Gesetzgeber überlegt, über die Vorgaben der Richtlinie aus Brüssel hinauszugehen, und zwar nicht, weil es so viele Hedgefonds in Deutschland gibt – wie ich vorhin schon ausgeführt habe –, sondern weil das ein wichtiges Signal wäre, in welche Richtung die Regulierung gehen muss. Ich möchte mich da auch auf die Äußerungen von Herrn Dr. Warth beziehen: Er hat vorgeschlagen, sich für besonders risikoreiche Fonds erhöhte Anforderungen zu überlegen. Momentan ist in Bezug auf das Eigenkapital die Anforderung in § 25 des vorliegenden Entwurfes gefasst. Um das kurz zusammenzufassen: Da steht etwas von einem Minimum, einem Grundkapital von 125 000 bis 300 000 Euro – je nach Art des Fonds – und einem Maximum – !ch weiß nicht, warum es dort ein Maximum gibt! – von 10 Mio. Euro. Das möchte ich gerne einmal in Bezug zu den Größen einiger der bekannteren, größeren Hedgefonds setzen: Die Man Group<sup>21</sup> in London hat zum Beispiel ein verwaltetes Vermögen von 42 Mrd. Euro, der derzeitige Marktführer BRIDGEWATER<sup>22</sup> hat ein Vermögen von 60 Mrd. Euro unter Verwaltung. Wenn ich richtig rechnen kann, entspricht das geforderte Eigenkapital etwa 0,02 bis 0,04 Prozent des Fondsvermögens des jeweiligen Fonds. Gerade diese großen Fonds sind besonders systemgefährdend und gerade hier wäre der Eigenanteil im Verhältnis zur Größe des Fonds besonders gering. Bei der Systemgefährdung von Fonds muss man nur an LTCM<sup>23</sup> denken. Gerade die großen Fonds sind ein Problem. Das sind nicht so wahnsinnig viele, weil auch die Hedgefonds-Branche, wenn ich das so sagen darf, unter einer enormen Konzentration leidet: Schätzungsweise 100 Fonds. Das ist ein Prozent der vorhandenen Fonds. Sie verwalten etwa 70 Prozent des den Hedgefonds anvertrauten Vermögens. Wenn man das nun mit den Eigenkapitalanforderungen, die Banken gestellt werden, vergleicht: Nach Basel II sind das – wie Sie wissen – acht Prozent der risikogewichteten Aktiva. Auch wenn mir bekannt ist, dass Bankforderungen nicht ganz dasselbe sind wie Investmentvermögen, so habe ich trotzdem diese Zahlen genannt, um eine Idee zu geben, von welchen Größenordnungen wir reden. Damit steht unseres Erachtens die Richtlinie mit diesen laxen Eigenkapitalvorgaben in einem krassen Widerspruch zu allen Bemühungen, den Schattenbanksektor wirksam zu regulieren, so wie die G20 das schon seit Langem zu Recht fordern. Warum ist das so entscheidend, den Schattenbanksektor, zu dem die Hedgefonds gerade und in vorderster Linie gehören, besser zu regulieren? Das ist die von mir vorhin schon erwähnte Regulierungsarbitrage, also die Einladung, die Geschäfte dahin zu verlegen, wo die Regulierung geringer ist. Die Erfahrungen damit haben bereits die USA mit den Dodd-Frank Act gemacht. Schon vor dessen Verabschiedung – da ging es vor allem um die Eigengeschäfte von Banken – haben die Banken angefangen, solche, künftig regulierten Geschäfte vorzugsweise in Hedgefonds auszulagern. Von diesen Erfahrungen der USA kann man, glaube ich, auch für hierzulande

---

<sup>21</sup> <https://www.man.com>

<sup>22</sup> <http://www.bwater.com>

<sup>23</sup> Long-Term Capital Management, vgl. z.B. [http://de.wikipedia.org/wiki/Long-Term\\_Capital\\_Management](http://de.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management).

viel lernen. Zum Beispiel könnte man einem Vorschlag von Paul Volcker<sup>24</sup> folgen. Interessant übrigens: Vorhin habe ich mich auf Otmar Issing bezogen, jetzt auf Paul Volcker. Das sind Vorschläge von Notenbankern, die von dem Metier, glaube ich, einiges verstehen. Paul Volcker hat vorgeschlagen, dass auch Nicht-Banken, sofern sie bankähnlichen Geschäften nachgehen – das sind zum Beispiel Geldmarktfonds, aber auch Hedgefonds –, Banklizenzen oder Lizenzen, die mit den Banklizenzen vergleichbar sind, erwerben müssen, inklusive den damit einhergehenden Eigenkapitalverpflichtungen. Ich könnte mir so etwas auch für die Bundesrepublik sehr gut vorstellen. Wir halten das auch deswegen für einen guten Vorschlag, weil durch die höheren Eigenkapitalvorschriften ein gewisses De-Leveraging eintreten würde, also eine weniger riskante Fremdfinanzierung der Fonds. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Mattil.

**Sv Peter Mattil (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen):** Vielen Dank. Wir haben vorhin schon gehört, dass der materielle Investmentbegriff gilt. Das heißt, wenn jemand kollektiv Geld einsammelt, fällt er zunächst unter den Anwendungsbereich dieses Gesetzes. Dann nützt es auch nichts, wenn er einen Verein, eine Genossenschaft oder so etwas gründet. Ich meine, man müsste hier auf jeden Fall eine Definition finden. Ich stelle mir diese Projekte so vor, dass eine Anlage örtlich oder regional errichtet wird, zum Beispiel unter Mitwirkung der Kommunalverwaltung, einer örtlichen Sparkasse oder so etwas in der Art. Ich gehe mal davon aus, dass der übliche Rahmen solcher Projekte vielleicht bei fünf oder zehn Mio. Euro liegt. Es gibt in vielen Fällen immer einen Initiator. Ich kenne auch solche Fälle – dazu komme ich gleich – wo man vorsichtig sein muss. Ich habe solche Vorhaben in der Kanzlei schon gehabt. Da warb zum Beispiel in einer oberbayrischen Gemeinde ein Ingenieur aus dem weiteren Bekanntenkreis ein paar Millionen für einen Windpark ein. Das scheint wohl so ein Bürgerbeteiligungsprojekt zu sein. Der ging völlig dilettantisch vor. Der hat das Windrad nicht vom Hersteller gekauft, sondern von irgendjemandem, den er kennt. Da hat er eine Millionen zu viel bezahlt. Die mit den Anliegern geschlossenen Verträge hat er selber gemacht, die waren nicht zu gebrauchen. Das ganze Ding ist einfach gescheitert. Eine andere Erfahrung habe ich mit einer Windanlage für etwa 20 Personen und einem Volumen von ungefähr fünf Mio. Euro gemacht. Da hat der selbsternannte Initiator noch ein Darlehen bei der Bank aufgenommen. Dieses Projekt scheiterte. Dann wurden die Leute persönlich für drei Mio. Euro Darlehen in Anspruch genommen. Meine Mandantin hatte sich mit 30 000 Euro beteiligt und bekam einen Brief von der Bank, dass sie bitte drei Mio. Euro bezahlen möge. Warum? Weil der Initiator das als GbR organisierte, in der man persönlich haftet. Diese Fälle habe ich mir nicht ausgedacht. Die sind so passiert. Das

---

<sup>24</sup> Paul Adolph Volcker, Vorsitzender des Federal Reserve System der Vereinigten Staaten von Amerika von 1979 bis 1987.

heißt, man darf natürlich auch hier den Anlegerschutz nicht aus den Augen verlieren. Man kann nicht davon ausgehen, dass diese – ich nenne das mal – Klein- oder Bürgerprojekte reibungslos und ordentlich über die Bühne gehen. Man könnte hier sicher eine Ausnahme machen, wenn man eine gescheite Definition und Größenordnung hätte, wie so etwas aussehen kann. Dann könnte man, meine ich, darüber reden, die als Ausnahmevorschrift anzusehen. Man muss das aber, wie gesagt, gesetzlich regeln. Anders geht das nicht.

Vielleicht noch an der Stelle: Wir vertreten mittlerweile viele Anleger von solchen Energieprojekten, eigentlich jeden Tag irgendwelche neuen. Da gibt es mittlerweile ein Zeug auf dem Markt: Klimaschutzfonds und solche Sachen. Da wird auch mit Gefühlen geworben. Hier habe ich den Fall eines Klimaschutzfonds: Mein Mandant hat sich 2007 beteiligt, 2009 gab es ein paar Euro und jetzt hat er gehört, dass das gelaufen ist, dass da nichts mehr kommt, dass der Fonds pleite ist. Jeden Tag sehen wir solche Sachen. Man muss aufpassen, dass hier nicht unter dem Deckmantel der Energiewende – oder wie Sie das nennen – die Räuber und die Plünderer auf den Markt strömen und jedes Wochenende irgendein neuer Park irgendwo entsteht. Wie gesagt: Definieren und gesetzlich regeln! Anders nicht, also nicht auf Vertrauen!

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Schick für BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN.

**Abg. Dr. Gerhard Schick (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN):** Danke. Ich würde gerne Frau Dr. Zenke bitten, noch einmal zu sagen, ob Ihr Vorschlag diese Beispiele, die Herr Mattil gerade gebracht hat, weiterhin ermöglichen würde. Es ist genau die Frage, ob man irgendwie Anlegerschutz und die Möglichkeit unternehmerischen Engagements sinnvoll abwägen kann.

Meine zweite Frage richtet sich an die Bundesbank. Ich würde gerne noch einmal zu der Frage der Risikostreuung Ihre Einschätzung haben. Wir haben jetzt schon Verschiedenes gehört, sowohl auf die Frage „Ein Objekts-Fonds“ als auch auf die Fragen „Sind die 20 000 Euro als absolute Grenze sinnvoll?“ oder „Wie würde man das sinnvollerweise begrenzen?“ und „Kann das vor der Realität, wie wir sie aus Anlagengesprächen kennen, auch in der Praxis funktionieren?“.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Frau Dr. Zenke, Sie haben das Wort.

**Sve Dr. Ines Zenke (Becker Büttner Held – Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater):** Herr Abg. Dr. Schick, ich sage mal ganz salopp an der Stelle: Gegen Dummheit schützt auch kein Gesetz!

- Zwischenruf **Abg. Brinkhaus (CDU/CSU)**: Danke! -

**Sve Dr. Ines Zenke (Becker Büttner Held – Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater)**: Wenn das zu teuer eingekauft wurde, dann hätte das auch die BaFin nicht verhindert. Das muss man einmal ganz klar so sagen! Ich nehme aber von Ihnen<sup>25</sup> und auch von Herrn Prof. Dr. Servatius Folgendes mit: Sie sagen beide, im Grundsatz können Sie sich eine Ausnahme vorstellen. Herr Prof. Dr. Servatius hat gesagt, dass nichts dagegen spricht, hier Ausnahmen zuzulassen. Er hat allerdings Zweifel, eine kategorische Ausnahme zuzulassen. Da bin ich bei Ihnen. Von den vier geschilderten Modellen, die im Markt üblich sind, sollen zwei ganz klassisch beaufsichtigt werden. Nur bei den beiden anderen bedarf es keiner Finanzmarktaufsicht. Wenn Sie den Begriff „Klimaschutzfonds“ ansprechen – den die Bundesregierung übrigens an ganz anderer Stelle mehrfach für einen eigenen Fonds verwendet, aber das ist ein anderes Thema –, dann ist vielleicht die Frage, ob dieses Spielen mit Gefühlen wettbewerbsrechtlich zulässig ist. Aber auch das kontrolliert Herr Caspari nicht, jedenfalls würde ich mal davon ausgehen. Das ist keine Frage des Finanzmarkts. Wenn wir uns einmal anschauen, was eigentlich mit den klassischen Genossenschaften passiert, die ein Windrad von 2,5 MW<sup>26</sup> – ungefähr 3,5 Mio. Euro Investment – bauen: Die fallen natürlich unter die 100 Mio. Euro Schwelle. Was bleibt da übrig? Da bleibt eine ganz Menge übrig, was dann beachtet werden muss, nämlich unter anderem der Grundsatz der Risikomischung. Das heißt, ich brauche mindestens drei Sachwerte. Brauche ich jetzt drei Windräder oder brauche ich ein Windrad, eine Sonnenanlage und eine Biogasanlage? Verbessert das den Anlegerschutz? Da würde ich jetzt einmal pauschal und ganz spontan „Nein!“ sagen. Umgekehrt: Fallen wir darunter, ist jedes Einzelinvestment in einer Windkraftanlage erledigt. Wenn man dann - sagen wir mal - mit 2 200 Benutzungsstunden bei so einem Windrad rechnet, da können sie damit ungefähr 1 100 Vier-Personen-Haushalte versorgen. Warum sollte man denn eigentlich, wenn man in einer klassischen Genossenschaft vor Ort investieren will, das in diesen Größenordnungen mit diesen unterschiedlichen Modellen verfolgen?

Der zweite Punkt: Sie müssen ein Mindestinvestment von 20 000 Euro haben. Ist das nicht – nach dem, was Sie hier gerade geschildert haben – kontraproduktiv? Auf jeden Fall ist das Modell dann tot! Das ist auch klar. Oder die 60 Prozent Fremdkapitalbegrenzung mit 40 Prozent Eigenkapital: Das ist auch völlig marktfern! Das läuft einfach so nicht. Alle diese Punkte, die dieses KAGB jetzt möglicherweise auf die Bürgerbeteiligung umlegen würde - mit der Genehmigung der Anlagebedingung, der Pflicht eines Prospektes und so weiter –, würden keinen Millimeter daran ändern, dass der Mann aus Bayern, von dem Sie sprachen,

---

<sup>25</sup> Gemeint ist Sv Peter Mattil (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen).

<sup>26</sup> Megawatt

vielleicht immer noch eine Million zu viel für seine Windanlage bezahlt hat, weil er sie nicht vom Hersteller gekauft hat, oder immer noch relativ schlechte Vertragsbedingungen hat. Das müsste ich weiterziehen! Die Anlagebedingungen: Was ist das dann? Ist das das gesellschaftliche Konstrukt oder ist das dann alles? Ich sehe im Moment noch nicht so recht, dass das zusammenpasst, und kann an dieser Stelle nur dafür plädieren - Herr Caspari hat das angesprochen -, dass Sie sich politisch entscheiden müssen, ob Sie Bürgerinvestment wollen oder nicht. Wenn Sie sagen, „Das ist ein Moment, den wir weiter fortbetreiben wollen!“, dann brauchen sie hier eine Ausnahme. Die kann in einem weiteren Schwellenwert und in Kleinausnahmen liegen. Gut, wenn man diesen Weg gehen will. Sie kann aber auch in der von mir angesprochenen Einzelausnahme liegen, die – glaube ich – nicht die Favoritenlösung der BaFin ist. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Für die Bundesbank hat das Wort Herr Seiler.

**Sv Jens Seiler (Deutsche Bundesbank):** Vielen Dank. Das Gesetz implementiert den Begriff oder den Anspruch der Risikodiversifikation auf Produktebene. Dazu haben wir in unserer Stellungnahme geschrieben: Das ist sinnvoll, notwendig und auch absolut angemessen! Im Fall der Ein Objekt-Fonds, also der geschlossenen Publikums-AIFs, um die es geht – Sprich: Wir haben nur einen Anlagegegenstand! –, wird dieser Grundsatz durchbrochen. Wir halten es an der Stelle für sachgerecht zu sagen, dass - wenn ich auf der Fondsebene keine Risikodiversifikation habe - dann eine Diversifikation der Risiken auf der Ebene des Anlegers stattfinden muss, also ich mir hier konkret das Vermögen des Anlegers anschau. Zudem kann im Grunde auch mit dem absoluten Betrag, mit dem Schwellenbetrag von 20 000 Euro – je nachdem, wie die Vermögenssituation des Anlegers aussieht – im Portfolio ein Konzentrations- oder Klumpenrisiko generiert werden. Am Ende geht es uns mit unserem Vorschlag – den ich gleich anführen werde – darum, dass der wirksamste Anlegerschutz im Grunde beim Anleger selber stattfindet, das heißt, dass die Eigenverantwortung – wir werden auch nicht müde, das in unterschiedlichen Kontexten zu betonen – des Anlegers gestärkt wird. Das kann man in diesem Zusammenhang – Blick auf Ein Objekt-Fonds – machen, indem man vom Anleger zusätzlich eine schriftliche Erklärung verlangt, in der er angibt, wie viel Prozent seines Vermögens eine bestimmte Investition in so einem Ein Objekt-Fonds ausmacht. Auf diese Art und Weise haben wir nach unserem Dafürhalten zumindest einen weiteren Grad der Bewusstseinschärfung. Wie man das technisch umsetzt, ist eine Formulierung, die wir gerne noch einmal schriftlich separat nachreichen. Die haben wir jetzt in unserer Stellungnahme nicht drin. Wir würden in § 262 Absatz 2 Nummer 2 Buchstabe a KAGB eine Ergänzung anfügen. Da steht jetzt: „...die Anteile oder Aktien dieses [Ein Objekt-]AIF nur von solchen Privatanlegern gehalten werden, die sich verpflichten, mindestens 20 000 Euro zu investieren, ...“. Jetzt kommt unser Formulierungsvorschlag: „...und schriftlich, in einem vom Vertrag über die

Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angeben, wie viel Prozent ihres Vermögens unter Abzug der Verbindlichkeiten ihre Investition ausmacht.“. Das wäre aus unserer Sicht ein recht weiches, aber möglicherweise wirksames Mittel, den Anleger über die Tragweite der Investition im Kontext seiner Vermögenssituation, die im Gesetzestext überhaupt nicht angesprochen wird, zu treffen. Der Gesetzestext selber zielt nur auf das Risiko des Produktes ab. Wir glauben, dass wir mit so einer Ergänzung auf jeden Fall ein höheres Anlegerschutzniveau erreichen könnten. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Abg. Brinkhaus hat das Wort für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Ralph Brinkhaus (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Die erste Frage richtet sich an den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft. Sie sind einer der größten Betroffenen im Bereich der Spezialfonds. Vielleicht können Sie einfach einmal erläutern, ob sich die Spezialfondswelt und ihr Investitions- und Anlageverhalten durch das AIFM-Gesetz ändert.

Die zweite Frage richtet sich an den Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: Es geht um Private Equity. Da hätte ich gerne auch von Ihnen eine detaillierte Ausführung, wie sich die Private Equity-Welt durch dieses AIFM-Gesetz ändert, und zwar nicht in der Kategorisierung, ob Sie Private Equity oder dieses Gesetz wollen. Das hilft uns nämlich relativ wenig weiter.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Ockenga hat das Wort für den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft.

**Sv Tim Ockenga (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Und vielen Dank, Herr Abg. Brinkhaus, für die Frage. Zunächst einmal bewerten wir den überarbeiteten Gesetzentwurf insgesamt positiv. Das liegt insbesondere daran, dass der produktregulierte Spezialfonds grundsätzlich in Form des offenen inländischen Spezial-AIFs mit festen Anlagebedingungen erhalten bleiben soll. Wir sehen allerdings sehr kritisch, dass Konzern-AIFs – also Spezialfonds mit Konzernanlegern - aus dem Anwendungsbereich des KAGB nach § 2 Absatz 3 herausfallen sollen. Deutsche Versicherer investieren rund 300 Mrd. Euro – das sind 23 Prozent Ihrer gesamten Kapitalanlagen – in Spezialfonds. An diesen 300 Mrd. Euro haben Konzern-AIF-Spezialfonds den weitaus größten Anteil. Insbesondere bei großen Versicherungskonzernen haben sie einen Anteil von 80 bis 95 Prozent an den Spezialfondsinvestments. Der Umstand, dass nun Konzern-AIFs aus dem Anwendungsbereich des KAGB herausfallen sollen, ist für uns sehr problematisch, weil produktregulierte Spezialfonds gewisse

steuerliche, bilanzielle und administrative Regelungen aufweisen, die wichtig für die Kapitalanlagesteuerung sind. Im steuerlichen Bereich ist da beispielsweise die Vermeidung von Übersteuerung auf Ebene der Anleger zu nennen, weil keine Gewinne versteuert werden müssen, die noch nicht realisiert worden sind. Dies soll nun im Entwurf zum AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz aufgegriffen werden, indem dort die steuerlichen Regelungen auch für Konzern-AIF gelten. Das begrüßen wir natürlich ausdrücklich, denken aber, dass es weiterhin absolut notwendig ist, Konzern-AIF auch im KAGB zu regeln, weil es darüberhinaus weitere bilanzielle und administrative Elemente gibt. Zu den bilanziellen gehört, dass sie nach § 290 Absatz 2 Nummer 4 HGB die entsprechenden einzelnen Vermögensgegenstände nicht bilanzieren müssen, sondern die Fondsanteile. Das führt dazu, dass sie auf Fondsebene einen Ausgleich von Wertminderung und Wertsteigerung darstellen können, was insgesamt ein wichtiges Element bei der Feinsteuerung der Kapitalanlagen ist. Wir haben gesehen, dass dies in der Kapitalmarktkrise 2002/2003 und auch 2008 ein wesentliches Element dafür war, dass Versicherer relativ stabile Kapitalanlageergebnisse darstellen konnten und damit auch relativ stabile Überschussbeteiligungen für die Versicherungsnehmer leisten konnten. Ein wesentlicher zweiter Gesichtspunkt ist die administrative Effizienz, also die Möglichkeit, dass sie relativ zeitnah Spezialfonds aufsetzen können, und das auch ohne aufwendige gesellschaftsrechtliche Prüfungen. Zusammengenommen - um zu Ihrer Frage zurückzukehren -: Für uns ist es weiterhin unbedingt notwendig, dass Konzern-AIF in den Anwendungsbereich des KAGB aufgenommen werden. Wenn dies der Fall ist, dann wird sich auch das Kapitalanlageverhalten der Versicherer nicht grundsätzlich ändern. Falls dies nicht der Fall sein sollte, muss man davon ausgehen, dass die Kapitalanlageergebnisse insgesamt schwankungsanfälliger – also volatiler – werden und dass damit auch beispielsweise die gezahlte Überschussbeteiligung für die Versicherungsnehmer volatiler werden würde. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Dr. Rodin, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften.

**Sv Dr. Andreas Rodin (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V.):**

Frau Vorsitzende, vielen Dank. Herr Abg. Brinkhaus, um es kurz zu machen: Wir haben in unserem Bereich eine besondere Fragestellung gehabt, was die Mittelherkunft anbelangt. Durch die Einführung des semi-professionellen Anlegers ist einem wesentlichen Anliegen des Investorenkreises Rechnung getragen worden. Um das klarzustellen: Das Phänomen „Private Equity“ ist etwas anderes als der Bereich der Privatanleger. Das war ein ganz wichtiger Punkt. Das darf ich noch einmal positiv herausstellen. Das war ein großes Anliegen gewesen. Damit fallen diese Fonds in die Kategorie der Spezialfonds hinein. Zweitens sieht der Gesetzentwurf in dem Bereich der Produktregulierung vor, dass die



Breite der Instrumente der Unternehmensfinanzierung für die Spezialfonds im Wesentlichen abgedeckt ist. Das ist auch positiv zu werten. Dass Manager Adressaten der Regulierung sind – die Branche war bisher nicht durch Gesetzgebungsregeln reguliert gewesen –, ist eine Umstellung. Damit wird man leben können und müssen. Die Praktiken, die bereits geübt wurden, waren nicht so abenteuerlich, dass es nicht möglich ist, sich daran anzupassen.

Wir haben noch Probleme – die wir auch in unserer Stellungnahme in der Tabelle angesprochen haben – im Bereich Vertrieb. Das kommt deswegen zustande, weil Private Equity ein internationales Phänomen ist und es da noch einige Friktionen im Bereich Drittstaatenvertrieb, aber auch im Bereich Vertrieb von ausländischen Fonds hier im Markt für deutsche Investitionen gibt, wo nach unserer Auffassung noch zwei EU-Widrigkeiten liegen. Wir haben – das ist ganz zu Anfang angesprochen worden – eine Frage beim persönlichen Anwendungsbereich. Das sind die operativen Unternehmen und die Holdinggesellschaften. Das ist ein schwieriger Punkt. Ich glaube nicht, dass man das im Gesetz groß regeln kann. Hier stehen wir mit der BaFin im Dialog. Das sind tatsächlich Punkte, die dort einer Klärung bedürfen. Das zweite ist - das darf ich jetzt einmal ganz kritisch sagen -: Wir sitzen hier zusammen und vertreten im Wesentlichen Asset-Klassen. Viele Punkte, die angesprochen wurden – gerade auch was die Übergangsregelung anbelangt –, zielen auf eine bestimmte Produktgruppe ab. Ich kann nur sagen, dass es - glaube ich - völlig unmöglich ist, dass viele von den Fragen, die hier zu Recht angesprochen worden sind, in das Gesetz reinkommen. Das ist - wie gesagt – produkt- und assetklassenbezogen. Gerade die Fragen zu den offenen Investitionen, die alle unter Produktbezug beantwortet worden sind, kann man nicht im Gesetz regeln, weil dann viele Anlageklassen dort rausfallen. Ich sage es einmal ganz offen: Die Fragestellungen, die hier angesprochen worden sind, sind für Private Equity einfach nicht relevant. Wenn Sie dort reinkämen, dann fällt man entweder zwischen die Ritzen oder man wird mit Maßstäben konfrontiert, die es eigentlich nicht bringen. Deswegen ist es, glaube ich, wirklich wichtig - das tut die BaFin auch wirklich -, sich in der Phase zu bemühen, es produkt- und assetklassenbezogen anzugehen. Wenn wir diesen Dialog fortsetzen können und dann in Q&A's<sup>27</sup> oder in der Praxis entsprechende Guidelines bekommen, dann ist das - glaube ich, um ganz ehrlich zu sein - fast wichtiger, als hier noch eine Nuance, eine Formulierung und ein Regelbeispiel in das Gesetz reinzubekommen. Das wird dem Anspruch dieses Gesetzes nicht gerecht.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Abg. Binding ist nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD.

---

<sup>27</sup> Questions & Answers

**Abg. Lothar Binding (Heidelberg) (SPD):** Vielen Dank. Ich möchte Herrn Tüngler von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz und dann auch noch einmal die Verbraucherzentrale Bundesverband fragen. Das Gesetzgebungsverfahren kreuzt sich mit dem S&K-Immobilienkandal<sup>28</sup>. Jetzt ist die Frage, ob wir daraus etwas für das Gesetz lernen können? Das Kapitalanlagegesetzbuch lässt im Entwurf als Verwahrstellen neben den Kreditinstituten und Wertpapierfirmen auch Treuhändler zu, die aber ihrerseits von den Kapitalverwaltungsgesellschaften selbst beauftragt werden. Das wäre ein Hintergrund, den Sie bitte beleuchten sollten. Die Regierung will eine interne Verwahrung, das heißt eine durch die Fondsgesellschaft eigenhändige Verwahrstelle. Wir sind der Meinung, dass eine externe Verwahrung besser wäre, weil die Kontrolle, ob die behaupteten Vermögenswerte überhaupt existieren, der bessere Vorschlag ist. Bei geschlossenen Fonds soll sogar der Fonds selbst bewerten dürfen. Da ist die Frage, ob das Instrumente sind, die wir jetzt möglicherweise in dem Entwurf justieren müssen, auch entlang der Erfahrung mit dem S&K-Skandal.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Tüngler hat das Wort.

**Sv Marc Tüngler (DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.):** Vielen Dank, für die Frage. Unmittelbar aus dem Fall würde das jetzt nicht resultieren. Wir sehen einfach, dass es sinnvoll ist, das komplett zu trennen, so wie Sie es auch schon in Ihrer Frage formuliert haben. Auch wir wünschen uns eine Trennung, weil da mehr Kontrollmechanismen vorhanden sind. Da müssen wir ganz klar sagen, dass und die Fälle aus der Vergangenheit – und dazu gehört auch der, den Sie genannt haben – zeigen, dass es der richtige Weg ist, wenn man das auseinander zieht.

Das zweite ist das Thema der Bewertung. Sie haben auch kurz angesprochen, dass wir sehen, dass man sich nicht nur bei Immobilienfondsgesellschaften, sondern auch darüberhinaus von diesem Kollegialprinzip abkehrt und die Bewertung durch einzelne Personen bevorzugt. Das empfinden auch wir als nicht sehr positiv, im Gegenteil sogar als sehr negativ. Wir würden sogar sagen, dass wir uns auch bei den Nichtimmobilien-Fondsvermögen eine Bewertung wünschen, was jetzt gar nicht vorgesehen ist. Das fällt da vollkommen raus. Als weitere Sicherheit geht das weit über das hinaus, was Sie vielleicht gemeint haben. Es ist aber eine ganz klare Forderung, dass wir da eine externe Bewertung - bitte auch durch ein Kollegialorgan - einführen.

Die erste Frage war aber: Trennung? Ja! Bitte Trennung! Das ist ein guter Weg, um wieder

---

<sup>28</sup> Vgl. z.B. <http://de.wikipedia.org/wiki/S%26K-Gruppe>

eine neue Instanz einzuführen, um noch mehr Platz für Kontrolle und Sicherheit auf der Anlegerseite zu haben. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Es folgt Frau Mohn.

**Sve Dorothea Mohn (Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.):** Danke schön. S&K ist ein Betrugsfall, den man sicherlich durch eine Produktregulierung nicht in den Griff bekommen kann. Es ist aber wieder einmal ein gutes Beispiel dafür, dass man, wenn man - wie in allen, mir bekannten, anderen europäischen Ländern - den aktiven Vertrieb dieser Produkte erst gar nicht zulassen würde, hier eine gescheite Schutzschwelle einbauen würde. Deswegen unterstreiche ich noch einmal meine Forderung, die ich schon eben formuliert habe. Wenn man aber dabei bleiben sollte, den aktiven Vertrieb zuzulassen und damit vom Grundsatz der Richtlinie abzuweichen, möchte ich betonen, dass man dann zumindest eine Schutzschwelle dadurch aufbauen sollte, dass man eine relative Anlagegrenze von fünf Prozent normiert. Wir haben das auch in unserer Stellungnahme formuliert. Damit vermeidet man keine Anlegerschäden, aber man reduziert sie auf ein - bezogen auf das vorhandene Vermögen - angemessenes Maß.

Zu Ihrer Frage der Trennung schließe ich mich an. Auch wir plädieren bei geschlossenen Fonds für eine unabhängige, vermögenswerte Bestimmung, ähnlich wie es bei offenen Immobilienfonds gemacht wird; dort natürlich nicht nur bei Immobilien, sondern bei allen Sachwerten, weil es – sofern man den aktiven Vertrieb zulässt – ein erhebliches Risiko ist, wenn dort Ermessensspielräume zu Lasten des Anlegers genutzt werden, damit die ganze Anlage völlig unrentierlich auf den Markt geschickt wird. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Sänger für die Fraktion der FPD.

**Abg. Björn Sänger (FDP):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich habe noch eine ergänzende Frage an Kapital-Markt Intern. Insbesondere bitte ich Sie, noch einmal auf das Thema „Fremdwährungsrisiken und Fremdkapitalquote“ einzugehen. Insbesondere das Thema der Fremdwährungsrisiken hatten wir heute noch nicht. Den Bundesverband Erneuerbare Energie bitte ich, seine Sicht des Ganzen kundzutun.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es beginnt Herr Prüßing von Kapital-Markt Intern.

**Sv Christian Prüßing (Markt Intern Verlag GmbH):** Vielen Dank. Es gibt in dem derzeitigen Entwurf auch noch vereinzelte Regelungen zur Produktregulierung, zu den Anlagebedingungen bei geschlossenen Fonds, die doch eine große Tragweite haben. Das

sind insbesondere die Regelungen in § 261 KAGB. Diese betreffen vor allem geschlossene Publikums-AIF, die eine große Streuung aufweisen und damit eigentlich dem geforderten Grundsatz der AIFM idealtypisch entsprechen. Da geht es konkret um diese Vorschrift zur Begrenzung des Währungsrisikos auf 30 Prozent gemäß § 261 Absatz 4 KAGB. Damit werden in Zukunft sämtliche Dachfonds massiv beeinträchtigt, die eine Risikomischung in Form einer Währungsdiversifikation und nicht aus spekulativen Gründen betreiben. In der Herleitung des Gesetzes wird ausgeführt, dass diese Währungsgrenze aus dem Investmentgesetz von den offenen Immobilienfonds stammt. Diese Bestimmung schreibt vor, dass lediglich 30 Prozent des Immobiliensondervermögens einem Währungsrisiko unterliegen dürfen. Nun ist es aber so: Wenn sie diese Vorschrift von Immobiliensondervermögen einfach allgemein auf sämtliche Sachwerte übertragen, dann führt das nach unserer Auffassung zu schweren Friktionen. Aus unserer Sicht wird das im Gesetzentwurf auch nicht ausreichend begründet. Auf Seite 474 der Gesetzesbegründung wird diese Übertragung nicht näher erläutert. Aus unserer Sicht führt das dazu, dass diese Vorschrift auch dazu führen würde, dass private Anleger nicht mehr zielgerichtet währungsdiversifiziert investieren können. Wir plädieren eigentlich dafür, dass die implizite Regulierungsintention – die darin besteht, auf der Passiva-Seite, auf der Seiten der Mittelherkunft Währungsspekulation und Kreditaufnahme in Fremdwährung zu unterbinden – eigentlich eher in den § 263 KAGB, in die Leverage-Bestimmung passt, aber nicht auf die Aktiva-Seite, auf die Seite der Mittelverwendung. Hier würde die Währungsstreuung für Privatanleger deutlich eingeschränkt. Auf der anderen Seite lässt der Entwurf in der jetzigen Fassung währungskongruente Fonds weiterhin zu, das heißt Fremdwährungsfonds, die eine Kongruenz in der Investition und in den Einlagen auf der Aktiva-Seite haben. Das bedeutet aber, dass hier die Fremdwährungsrisiken vollkommen auf den Bereich der Anleger übertragen werden. Insofern ist das auch keine Regelung, die dem Anlegerschutz dient. Wir plädieren deshalb dafür, diesen § 261 Absatz 4 KAGB – die Fremdwährungsgrenze von 30 Prozent – zunächst zu streichen und dann noch einmal einen Prüfauftrag zu vergeben, ob man hier nicht eine praxisgerechtere Lösung auf dem Verordnungsweg erreichen könnte.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Prüßing. Es folgt Herr Falk für den Bundesverband Erneuerbare Energie.

**Sv Dr. Hermann Falk (Bundesverband Erneuerbare Energie e. V.):** Vielen Dank. Erfreulich ist an dieser Stelle – sozusagen am Ende der Anhörung – zu hören, dass parteiübergreifend, aber auch branchenübergreifend ein hohes Verständnis für Bürgerenergieprojekte existiert. Die Schwierigkeiten liegen im Detail. Wenn das Gesetz so verabschiedet würde, wie es jetzt auf dem Tisch liegt, dann wären viele Bürgerenergieprojekte nicht mehr möglich. Das liegt zum einen an § 1 KAGB, an der Frage „Was ist ein operativ tätiges Unternehmen außerhalb

der Finanzbranche oder des Finanzsektors?“. Da würde ich mir wirklich herzlich eine Legaldefinition wünschen, damit da Klarheit besteht. Ich wünsche mir aber auch ein Regelbeispiel für Genossenschaften. Das ist ein ganz typischer Fall, wo die Eigentümer, die Genossenschaftler, auch gleichzeitig Nutznießer sind und wo ein Anlagenbetrieb im Mittelpunkt steht. Die Genossenschaft - ein berühmtes Produkt unseres Rechtssystems, schon seit über 100 Jahren - sollte hier bitte nicht unter die Räder kommen, auch nicht dadurch, dass ein Rechtsformzwang in § 139 KAGB noch einmal zusätzlich aufgestellt worden ist. Beachten Sie bitte die Genossenschaften. Das sind zwar – im Vergleich zu anderen Zahlen, die heute genannt worden sind – von der Zahl her wenige - 650 Genossenschaften, die sich im Bereich Energie mit etwa 800 Mio. Euro Investmentvolumen betätigen -, aber immerhin sind das auch 80 000 Menschen, die im Durchschnitt ca. 6 000 Euro Anteile haben. So ein Beispiel will ich Ihnen kurz beschreiben: In Schleswig-Holstein gibt es die schöne Gemeinde Honigsee. Die hat sich nun vorgenommen, ein Nahwärmenetz in Bürgerhand zu betreiben. Das alles hat dann am Ende 460 000 Euro gekostet. 38 Haushalte und Häuser haben sich beteiligt, haben die Gräben auch noch selber gebuddelt – also Eigenleistung erbracht –, damit es auch preiswert bleibt. Das ist aber genau ein Beispiel, was nicht mehr möglich wäre, wenn es denn nicht unter diese Fallgestaltung von § 1 KAGB – operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors – fallen würde. Erstens ist das ein Single Asset, und zweitens haben sich die Leute mit weniger als 20 000 Euro beteiligt. Das heißt, diese Idylle, die Sie, glaube ich, auch alle im Blick haben und im Wahlkreis vielleicht auch erleben, wäre nicht mehr möglich. Diese kleine Gemeinde müsste mehrere Objekte finanzieren, wäre dazu nicht in der Lage und würde sich dann an irgendwelche professionellen Projektentwickler ausliefern müssen. Das ist gerade nicht das, was gewollt ist bzw. würde die hohe Regulierung nach sich ziehen, die im Übrigen existiert.

Was wäre zu tun? Aus meiner Sicht ist die einzige Chance – das ist vielleicht ein bisschen ungewöhnlich und auch originell –, dass man in § 262 Absatz 2 KAGB eine Ausnahmebestimmung aufnimmt, die lauten würde, dass sich Privatanleger beteiligen können, die im Umkreis von 100 Kilometern um diesen immobilien Sachwert ihren ersten Wohnsitz gemeldet haben. Warum? Das ist eine Parallele aus dem Bereich Microfinance. In armen Ländern im Süden funktioniert dieses Modell unglaublich gut. Die Rückzahlungsquote im Bereich Microfinance ist unglaublich hoch. Warum? Weil sich die Leute in einer Gemeinschaft befinden, in der sie sich gegenseitig in die Augen schauen und in der sie gegenseitig auch in die Haftung gehen. Diesen sozialen Druck, der dort ganz selbstverständlich genutzt wird und auch gewollt ist, kann man hier auch übernehmen und sagen, dass eine Gemeinde, die ihre Bewohner für ein solches Projekt gewinnt, das untereinander schon ganz gut regeln können wird. Das kann man auch auf Großstädte wie Berlin oder Hamburg weiterziehen. Ich glaube, da, wo sich die Menschen begegnen und wo

sie sich gegenseitig in die Augen schauen, ist die Verantwortung sehr viel stärker und die Beteiligung im unmittelbaren Sinne – also jenseits dieses Anlagegesichtspunktes – vorhanden. Deswegen der Apell, den § 262 KAGB mutig zu ergänzen und dort eine Ausnahmeregelung zu schaffen, wenngleich es dogmatisch nicht schön ist, aber es ist – glaube ich – notwendig.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächste Fragestellerin ist Frau Abg. Lips für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Patricia Lips (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Fragen richten sich an die Deutsche Kreditwirtschaft. Wir hatten den einen oder anderen Punkt schon einmal angesprochen, mich würde aber auch Ihre Meinung hierzu interessieren. In dem einen Fall geht es um das Thema der Bestandsschutzregelung. Der Gesetzentwurf sieht Bestandsschutzregelung für Altanteile, nicht aber für den kompletten Fonds vor. Da würde mich interessieren, wie Sie diese Regelung beurteilen und welche Konsequenzen sich in Ihren Augen daraus ergeben könnten.

Das zweite war auch das eine oder andere Mal schon Thema, da geht es noch einmal um die Ausgabe und Rücknahme von Anteilsscheinen, um diese Fristenregelung, die im Gesetzentwurf vorgeschlagen wird. Mich würden von Ihnen nicht nur die Befürchtungen interessieren, die mit der „Fristengeschichte“ verbunden sind, sondern vielmehr, ob Sie einen Weg aufzeigen können, wie es aus Ihrer Sicht doch zu einer Regulierung – stärker als es bisher ist – kommen könnte.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Für Die Deutsche Kreditwirtschaft, Herr Dr. Bergmann.

**Sv Dr. Henning Bergmann (Die Deutsche Kreditwirtschaft):** Frau Vorsitzende, ich bin Henning Bergmann vom Deutscher Sparkassen- und Giroverband, derzeit Federführer in der Deutschen Kreditwirtschaft. Frau Abg. Lips, auch vielen Dank für die Frage zu dem für uns sehr, sehr wichtigen Themenkomplex. Der offene Immobilienfonds ist für uns ein Ankerprodukt in der Beratung, in dem Vertrieb der Institute. Ich will da nicht mehr viel zu sagen. Da ist schon viel gesagt worden. Ich hatte jetzt auch die Zeit, mich kurz zu fassen. Ich möchte aber noch einmal unterstreichen, was vorher gesagt worden ist: Das ist ein sehr entscheidendes Produkt für uns, gerade in der jetzigen Situation, und ist mit steigenden Marktanteilen belegt.

Zu der Frage, wie die Regelungen richtigerweise ausgestaltet werden sollen: Nach unserer Auffassung haben wir hier mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, das Anfang 2013 in der Praxis umgesetzt worden ist, schon einen ganz erheblichen und entscheidenden Schritt

getan. Hier sind die Mindesthaltefristen – das muss man auch noch einmal betonen – von zwei Jahren eingeführt worden, es sind Kündigungsfristen eingeführt worden, die vom Freibetrag für Kleinanleger flankiert werden. Das ist aus unserer Sicht etwas, was die Situation dort insgesamt stabilisiert hat und insofern auch erst einmal Wirkung entfalten sollte.

Hinsichtlich der Frage des Bestandsschutzes teilen wir die schon dargelegte Auffassung, dass der jetzt im Regierungsentwurf vorgesehene Bestandsschutz so nicht funktionieren kann, sondern quasi eine Zweiklassengesellschaft und eine Ungleichbehandlung von Anlegern in einem Fonds schaffen wird. Das wird auch nach unserer Auffassung so nicht funktionieren. Insofern würden wir hier dringend eine Änderung anregen. Insgesamt wäre an dieser Stelle unsere Bitte, dass wir die börsentägliche Rücknahmemöglichkeit für Kleinanleger im Rahmen des Freibetrages erhalten, um das Produkt so auch weiter in der Beratung als Diversifizierung für Anleger nutzen zu können. An dieser Stelle sind wir selbstverständlich offen zu diskutieren, was die Regelungen dort konkret sind. Ich möchte es aber noch einmal betonen, dass die börsentägliche Rücknahmemöglichkeit im Rahmen eines Freibetrages aus unserer Sicht essenziell ist. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Sieling für die Fraktion der SPD.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich würde gerne an diesen Komplex anknüpfen und Herrn Prof. Dr. Servatius fragen: Sie haben genau zu diesem Punkt – wenn ich das richtig wahrgenommen habe – als einziger die Position der Bundesregierung verteidigt. Ich lege mir nach wie vor die Frage vor, was denn eigentlich seit Einführung des AnsFuG materiell oder empirisch passiert ist. Haben Sie empirische Belege, weshalb der Mechanismus, der im AnsFuG vorgesehen war, hier nicht tragfähig ist, oder ist es schlicht und einfach so, dass die Bundesregierung damals bei der Vorlage des AnsFuGs einen konzeptionellen Fehler gemacht hat, der jetzt korrigiert werden muss? Wenn Sie uns da noch einmal die Begründung bringen würden, wäre das sehr hilfreich.

Meine zweite Frage richtet sich an Herrn Mattil bezüglich der geschlossenen Fonds durch ausländische Gesellschaften: Da sieht das AIFM nicht zwangsläufig vor, dass das für Kleinanleger geöffnet werden kann. Hier in dem Gesetz, das die Bundesregierung uns vorlegt, ist das der Fall. Da würde ich gerne einmal nachfragen, ob Sie das für tragfähig halten beziehungsweise ob Sie da Gefahren sehen, und wenn ja, welche. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Prof. Dr. Servatius hat das Wort.

**Sv Prof. Dr. Wolfgang Servatius (Universität Regensburg):** Ganz herzlichen Dank. Ich sehe nicht den konzeptionellen Fehler im AnsFuG, der jetzt ausgeräumt würde, sondern ich sehe eigentlich den konzeptionellen Fehler in der Zeit vor dem AnsFuG. Das AnsFuG sehe ich als sachgerechte Regelung, die jetzt optimiert wird. Ich sehe den jetzt vorliegenden Entwurf als weiteren und – meines Erachtens – notwendigen Punkt, um diese Stabilisierung zu erreichen. Die Zeit vor dem AnsFuG war von einem starken konzeptionellen Fehler geprägt, indem im Gesetz wirklich legitim die Erwartung geweckt wurde, börsentäglich Kapital aus einer an sich illiquiden Anlage herauskristallisieren zu können. Das kann dann technisch über die Generierung von Liquidität oder über andere Anteilsausgaben erreicht werden. Das entspricht aber meines Erachtens nicht ganz dem zentralen Punkt der Immobilienfonds und der Immobilienanlage. Man muss das immer so sehen: Je höher die Bar-Reserve, desto weniger bewegen wir uns beim Produktimmobilienfonds und bei der Immobilienanlage. Wenn wir einfach mit Hilfskonstruktionen arbeiten, um diese Liquidität aus einer an sich illiquiden Vermögensmasse generieren zu können, dann ist das für mich der konzeptionelle Fehler. Der kann nur dadurch ausgeräumt werden, indem man dieses Verlangen nach kurzfristiger Liquidität auch wirklich rechtlich ausräumt bzw. stark einschränkt. Da gehen mir – ich habe keine empirischen Untersuchungen angestellt – konzeptionell die Regelungen des AnsFuG zwar in die richtige Richtung, aber noch nicht weit genug. Ich halte insbesondere diese Beschränkung auf den einen Rücknahmetermin für essenziell, um Stabilität in diesen Fonds hineinzubringen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Mattil.

**Sv Peter Mattil (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen):** Vielen Dank, Herr Abg. Dr. Sieling. Ich muss aber noch einmal zurückfragen. Ihre Frage wurde mir nicht ganz klar. Sie sagten „ausländische Fonds“?

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Die AIFM-Richtlinie sieht bei geschlossenen Fonds von ausländischen Kapitalgesellschaften nicht zwangsläufig vor, dass die auch in Deutschland oder in einem anderen Land an Kleinanleger vertrieben werden können. Da sieht das Kapitalanlagegesetzbuch etwas anderes vor. Um den Aspekt geht es.

**Sv Peter Mattil (Rechtsanwälte Mattil & Kollegen):** Genau! Es ist so, dass so ein – sagen wir einmal – französischer AIF, der hier Kleinanleger grenzüberschreitend werben will, das nur bei der BaFin anzeigen muss. Das heißt, er braucht keine Erlaubnis. Das ist das, was man einen „Europäischen Pass“ nennt. Das kennen wir schon aus dem Wertpapierprospektrecht, aus dem Investmentrecht und so weiter. Dieser Europäische Pass ist meiner Meinung nach in der Richtlinie und im Kapitalanlagegesetzbuch nicht vorgesehen. Das müsste man noch



einmal prüfen. Ich meine, ein Vertrieb über die Grenze hinaus – vor allem was Fonds an Privatanleger betrifft – müsste erlaubnispflichtig sein, müsste von der aufnehmenden Behörde geprüft und auch zugelassen werden. Ich meine, dass es die AIFM nicht hergibt, dass wir hier einen Europäischen Pass haben. Ich habe das in der Stellungnahme zu § 317 KAGB angesprochen. Was wir schon im Wertpapierbereich mit ausländischen Fonds erlebt haben – mit fremdsprachigen Prospekten und was da alles auf den Markt kommt –, habe ich schon einmal in einem anderen Zusammenhang geschildert. Das ist sehr, sehr schwierig zu handhaben, übrigens natürlich auch für die Vertriebe.

Darf ich vielleicht noch eine Anmerkung – das passt nur indirekt dazu – zur 100 Mio.-Grenze und zum Beispiel der S&K machen? Da würde ich noch gerne erwähnen, dass die eigene Fonds gemacht und sich in bestehende Fonds eingekauft haben. Sie haben also Kapitalverwaltungsgesellschafts-Geschäft gemacht und haben genau 100 Millionen eingesammelt. Das heißt, nach dem Gesetzentwurf wären diese Chaoten freigestellt. Das darf nicht sein! Diese Leute hätte niemals eine Zulassung bekommen, wenn sie sich bei der BaFin als eine Kapitalverwaltungsgesellschaft beworben hätten. Dazu muss man doch einiges liefern.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. nächster Fragesteller ist Herr Abg. Brinkhaus für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Ralph Brinkhaus (CDU/CSU):** Die erste Frage richtet sich an Herrn Dornseifer: Sie haben sich heute Morgen in der FAZ weidlich über dieses Gesetz ausgetobt und haben gesagt, dass das eine große Katastrophe ist; zumindest habe ich das so verstanden. Vielleicht können Sie einmal erklären, warum dieses Gesetz so schlimm ist.

Die zweite Frage richtet sich an den BVI: Wir haben mit diesem Gesetz nicht nur AIFs geregelt, sondern wir haben auch die gesamte OGAW-Welt in ein Gesetz, in das Kapitalanlagegesetzbuch überführt. Da stellt sich für mich aus Ihrer Sicht die Frage: Ist uns das gelungen? Gibt es dazu noch Anmerkungen? Man muss eins sagen: Ein wesentlicher Teil dieses Gesetzes ist ein Opus Magnus. Ist die Konsolidierung des Investmentrechts dann tatsächlich in einem Gesetz, im Kapitalanlagegesetzbuch? Da geht es jetzt nicht um die Umsetzung einer Europäischen Richtlinie, sondern einfach um Gesetzestechnik, um Sachen zusammenzufassen und zu konsolidieren. Vielleicht können Sie das kurz kommentieren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Dornseifer hat das Wort für den Bundesverband Alternative Investments.

**Sv Frank Dornseifer (Bundesverband Alternative Investments e. V.):** Vielen Dank für die

Worterteilung und auch vielen Dank für die Frage. Sie kennen die Problematik, dass in Zeitungen oft verkürzt wiedergegeben wird. Das vorweg gestellt. Wer unsere heutige Pressemitteilung gelesen hat, hat auch gelesen, dass wir sagen, dass dieser Gesetzentwurf ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung ist, es allerdings aber noch Inkonsistenzen gibt, auf die wir hinweisen möchten. Uns geht es darum: Wir möchten, dass auch in Deutschland Investoren – insbesondere aus dem institutionellen Bereich – Zugang zu alternativen Investmentprodukten haben. Dazu gehören eben Private Equity-, Infrastruktur- und auch Hedgefonds. Wir beobachten leider, dass momentan viele dieser alternativen Investmentfonds in Luxemburg, in Irland oder in anderen Jurisdiktionen aufgelegt werden. Wir würden es sehr begrüßen, wenn diese Fonds vermehrt auch in Deutschland aufgelegt werden, dass deutsche institutionelle Anleger – auch aus dem Bereich der Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke – interessante Anlageprodukte hier in Deutschland finden, in die sie zukünftig investieren. Das auch mit dem Hinweis darauf vorweggestellt, dass es nicht so ist, dass wir diesen Entwurf in Gänze kritisiert haben und ihn als schlecht gedrahtet<sup>29</sup> ansehen.

Ich kann das kurz noch ein wenig ausführen: Wir sehen beispielsweise Nachbesserungsbedarf bei den Anlagemöglichkeiten von Publikums-AIFs. Die dürfen nach derzeitigem Stand nicht in Spezial-AIFs investieren. Ein gemischter Fonds, ein sonstiger Fonds nach dem Investmentgesetz, darf beispielsweise Anteile an Hedgefonds erwerben. Wir denken, dass der Manager eines Publikums-AIFs die notwendige Expertise, fachliche Eignung besitzt, und am Ende auch eine BaFin-Erlaubnis, um das Investmentgeschäft zu tätigen. Diesem sollte auch – zumindest zu Beimischungszwecken – erlaubt werden, in Spezial-AIFs und somit auch in Hedgefonds zu investieren. Dieses kategorische Verbot - was im Übrigen in dem Entwurf nicht stringent durchgehalten wird -, dass Publikums-Fonds nicht in Spezialfonds investieren dürfen, wird ohnehin nicht durchgehalten und ist aus unserer Sicht im AIF-Bereich überkommen. Deswegen plädieren wir deutlich dafür, dass Publikums-AIFs auch in Spezial-AIFs – zumindest zu Beimischungszwecken - investieren können sollen.

Einen Regelungsansatz, den wir auch etwas kritisch sehen, ist das Verbot von physischen Leerverkäufen. Es gibt im Prinzip vier Argumente, die gegen dieses Verbot für AIFs sprechen.

Erstens: Leerverkäufe sind hoch reguliert. Wir haben die EU-Leerverkaufsverordnung im deutschen WpHG umgesetzt. Bei den Leerverkäufen war Deutschland im Übrigen Vorreiter. Ungedekte Leerverkäufe sind verboten. Es gibt umfangreiche

---

<sup>29</sup> Abgeleitet von to draft something = etwas entwerfen.

Transparenz- und Offenlegungspflichten. Es ist also eine hochregulierte Investmentstrategie.

Zweitens: Die AIFM-Richtlinie enthält kein Verbot dieser physischen Leerverkäufe. Insofern geht der deutsche Entwurf über die AIFM-Richtlinie hinaus. Die AIFM-Richtlinie verhält sich nicht zu Leerverkäufen, eben weil es gezielt in die Leerverkaufsverordnung ausgelagert wurde und dort auch sachgerecht reguliert wird.

Drittens: Das Verbot physischer Leerverkäufe für AIF läuft ins Leere, da die Manager dieser Fonds sogenannte synthetische Leerverkäufe tätigen dürfen, das heißt über Derivate. Es kann aus unserer Sicht nicht Sinn und Zweck des Gesetzes sein, einem Manager eines alternativen Investmentfonds nahezu legen, derartige Geschäfte über Derivate zu machen. Hier ist der physische Leerverkauf weder risikobehafteter noch bewirkt er irgendwelche Nachteile.

Viertens: Was zu berücksichtigen ist: EU-AIFs, also alternative Investmentfonds, die im europäischen Ausland aufgelegt werden und die diese physischen Leerverkäufe tätigen dürfen, dürfen diese unter dem EU-Pass natürlich am Ende in Deutschland vertreiben. Wenn wir hier in Deutschland isoliert dieses Verbot physischer Leerverkäufe vorsehen, heißt das, dass die im Ausland trotzdem gemacht und vor allen Dingen auch hier in Deutschland vertrieben werden. Es sprechen am Ende auch keine anlegerschützenden Aspekte dafür, dass wir diese hier in Deutschland verbieten.

Im Kontext des Leerverkaufsverbotes – damit schließe ich auch ab – regen wir an, das Konzept der Hedgefonds-Regulierung zu überdenken. Der Begriff des Hedgefonds macht aus unserer Sicht in diesem Gesetz keinen Sinn mehr. Die AIFM-Richtlinie kennt den Begriff des Hedgefonds nicht, die kennt nur AIFs, die in beträchtlichem Umfang Hebelfinanzierung einsetzen, und sie kennt die AIFs, die mehrheitliche Beteiligungen an Zielgesellschaften erwerben. Vor diesem Hintergrund plädieren wir - da die Definition, so wie sie jetzt im Gesetzentwurf enthalten ist, keine Berechtigung hat – dafür, diese zu streichen und durch ein allgemeines AIF-Konzept – wie es jetzt schon in Form des Spezial-AIF vorgesehen ist – fortzuführen und Sonderregelungen für die Spezial-AIFs, die im beträchtlichen Umfang Hebelfinanzierung einsetzen, vorzunehmen. Vielen Dank, für die Aufmerksamkeit.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Es folgt Herr Richter, BVI.

**Sv Thomas Richter (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Danke, Frau Vorsitzende. Ja, Herr Abg. Brinkhaus, Sie haben Recht! Wir dürfen bei all den AIFs, über die wir heute gesprochen haben, den OGAW nicht vergessen. Wir haben über 250 Mrd. Euro in OGAWs investiert. Es ist richtig, dass die OGAWs und die AIFs in einem Gesetzeswerk reguliert sind. Da der Entwurf die Vorgaben des Investmentgesetzes weitestgehend übernimmt, ist das auch gut gelungen. Eines steht natürlich auch mit Blick in die Zukunft fest: Jedes Mal, wenn die OGAW-Richtlinie geändert wird – wir stehen vor OGAW V und vor OGAW VI –, und jedes Mal, wenn die AIFM-Richtlinie geändert wird - ich freue mich schon auf AIFM Day 2 -, wird natürlich auch das KAGB anzupassen sein und wir werden die Anlagebedingungen der Fonds entsprechend ändern müssen. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Wir sind ziemlich genau am Ende unserer Zeit. Wir haben noch einen Experten, der nicht zu Wort gekommen ist. Wenn Sie einverstanden sind, würde ich Herrn Bohl fragen, ob er irgendeinen Punkt noch gar nicht berücksichtigt sieht oder ob wir nach drei Stunden abschließen können. Herr Bohl, bitte.

**Sv Friedrich Bohl (Bundesverband Deutscher Vermögensberater e. V.):** Frau Vorsitzende, vielen Dank, aber der BVI hat unsere Position zu den offenen Immobilienfonds so hervorragend dargelegt, dass das nur eine Wiederholung ermöglicht. Deshalb vielen Dank an den BVI für die umfassende Darstellung.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herzlichen Dank, Herr Bohl. Ich schließe die Sitzung, danke Ihnen allen, dass Sie Ihre Expertise eingebracht haben, und wünsche Ihnen einen guten Nachhauseweg.

**Schluss der Sitzung: 17:00 Uhr**

Dr. Birgit Reinemund, MdB

**Vorsitzende**