

ZENTRALER KREDITAUSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBANDE E. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E. V. BERLIN

Erläuterungen zur „Auslegung des Bundesministeriums der Finanzen zur Thematik Primebroker nach dem Investmentgesetz“

I. Einleitung

Im Hinblick auf die Einbeziehung von Primebrokern in das sog. Investmentdreieck von Kapitalanlagegesellschaft (KAG), Depotbank und Anleger auf der Grundlage des § 112 Abs. 3 Investmentgesetz (InvG) haben sich in der Praxis diverse Zweifelsfragen ergeben. Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) hat am 26. Mai 2004 ein Merkblatt veröffentlicht, in dem zu verschiedenen dieser Fragen Stellung genommen wird. Dabei beziehen sich die Ausführungen in dem Merkblatt lediglich auf die als problematisch identifizierten Aspekte und bilden keine umfassende, erschöpfende Behandlung der Thematik zur Einbeziehung von Primebrokern in das Investmentdreieck.

Die Auslegung des BMF zur Thematik Primebroker nach dem Investmentgesetz wird nachfolgend nach vorheriger Rücksprache mit dem BMF erläutert.

II. Zu den Einzelheiten des Merkblattes:

▪ *Wer kommt als Primebroker in Frage?*

Inländische Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken im Sinne des § 112 Investmentgesetz (Hedgefonds) können sich für einzelne Aufgaben, die bei herkömmlichen Investmentfonds von einer Depotbank wahrgenommen werden, auch einer „vergleichbaren Einrichtung“ bedienen. Damit sind nach der Gesetzesbegründung Primebroker gemeint.

Primebroker sind Einrichtungen, die gegenüber Hedgefonds verschiedene Dienstleistungen erbringen. Es muss sich nicht um Kreditinstitute im Sinne des KWG handeln, aber Primebroker müssen ihren Sitz in der EU oder dem EWR haben und einer wirksamen öffentlichen Aufsicht unterliegen. Zudem muss die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die angemessene Bonität des Primebrokers festgestellt haben.

An die Angemessenheit der Bonität eines Primebrokers stellt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Rahmen der Genehmigung der Vertragsbedingungen eines Hedgefonds nach § 112 InvG hohe Anforderungen. Im Regelfall werden diese Bonitätsanforderungen erfüllt, wenn ein Rating der langfristigen Verbindlichkeiten des Primebrokers durch mindestens eine anerkannte Rating-Agentur von mindestens A1/A+ vorliegt. Soweit Primebroker kein Rating besitzen, wird die BaFin die Angemessenheit der Bonität auf andere Weise feststellen.

▪ **Wer schließt mit dem Primebroker einen Vertrag?**

§ 112 Abs. 3 Investmentgesetz (InvG) ist durch eine kurzfristig erfolgte Änderung während des Gesetzgebungsverfahrens in seiner Formulierung nicht eindeutig ausgefallen. Er ist jedoch so zu verstehen, dass es zwei Wege der Einbeziehung eines Primebrokers in das in Deutschland geltende Investmentdreieck gibt. Entweder kann die Depotbank einen Vertrag mit einem Primebroker als Unterverwahrer schließen (Sub-Custodian-Modell), oder die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) kann direkt den Primebroker bestimmen (KAG-Modell/Direktbeauftragung). Dabei kann sie die Zustimmung der Depotbank einholen, so dass ein dreiseitiger Vertrag entsteht.

Die Ausgestaltung des Vertrages mit dem Primebroker steht im Ermessen der KAG und der Depotbank. Im Vertrag sind die Rechte und Pflichten der Parteien festzulegen.

Die Einschaltung eines Primebrokers ist gesetzlich nur lückenhaft geregelt. Das Merkblatt stellt klar, dass ein Primebroker entweder als Unterverwahrer der Depotbank tätig werden kann (Sub-Custodian-Modell) oder im Rahmen seiner Einschaltung durch die KAG Depotbankfunktionen übernehmen kann (Direktbeauftragungsmodell).

Beim Sub-Custodian-Modell schließt die Depotbank einen zweiseitigen Vertrag mit dem Primebroker ab. In dieses Vertragsverhältnis kann auch die KAG einbezogen werden, so dass es zu einer dreiseitigen Rechtsbeziehung ausgeweitet wird.

Beim Direktbeauftragungsmodell bestimmt und beauftragt die KAG den Primebroker unmittelbar. Soll ein dreiseitiger Vertrag zwischen KAG, Primebroker und Depotbank geschlossen werden, ist regelmäßig erforderlich, dass Primebroker und KAG die Zustimmung der Depotbank einholen.

Nach Auffassung des BMF ist als weiterer Weg zur Einbeziehung eines Primebrokers grundsätzlich auch denkbar, dass zwischen KAG und Primebroker ein zweiseitiger Vertrag geschlossen wird. In dem Depotbankvertrag zwischen Depotbank und KAG müsste aber sichergestellt werden, dass die Depotbank ihre Kontrollfunktion, soweit sie sie in Bezug auf die KAG hat, dennoch wahrnehmen kann.

▪ **Wer haftet, wenn die Tätigkeit des Primebrokers zu Nachteilen beim Anleger führt?**

Derjenige, der den Primebroker ausgewählt und beauftragt hat, haftet.

Gemäß § 112 Abs. 3 2. HS InvG haftet die Depotbank für ein Verschulden des Primebrokers wie für eigenes Verschulden, wenn sie diesen selbst unmittelbar ausgewählt hat (z.B. im Rahmen des Sub-Custodian-Ansatzes).

Wenn die Depotbank mit der KAG im Rahmen eines dreiseitigen Vertrages den Primebroker beauftragt hat, haftet die Depotbank entsprechend bei mittelbarer Beteiligung nur für Auswahlverschulden, während die KAG für ein Verschulden des Primebrokers einzutreten hat, sofern und soweit der Primebroker als Erfüllungsgehilfe der KAG tätig wird.

Wenn die Depotbank auch weiterhin eine Überwachungsfunktion beibehält, haftet sie auch entsprechend und hat die Befugnis, z.B. vor Ausführung von Aufträgen (Settlement) einzugreifen, wenn sie mit Entscheidungen des Primebrokers nicht einverstanden ist.

Beim Sub-Custodian-Modell „schaltet“ die Depotbank den Primebroker „unmittelbar ein“ im Sinne des § 112 Abs. 3 Halbs. 2 InvG. Daher muss entsprechend dieser Vorschrift auch vertraglich sichergestellt werden, dass die Depotbank für ein Verschulden des Primebrokers wie für eigenes Verschulden einzustehen hat.

Bei einer Direktbeauftragung haftet der Primebroker für eine von ihm zu vertretende Pflichtverletzung, die zu einem Schaden beim Anleger führt, grundsätzlich gegenüber der KAG aufgrund des Vertrages. Eine Haftung der KAG für eine schuldhafte Pflichtverletzung des Primebrokers kommt, soweit deutsches Recht anwendbar ist, nur insoweit in Betracht, wie der Primebroker als Erfüllungsgehilfe der KAG handelt. Im Fall der Direktbeauftragung hat die Depotbank den Primebroker nicht selbst unmittelbar eingeschaltet. Es muss daher vertraglich nicht sichergestellt werden, dass die Depotbank für ein Verschulden des Primebrokers wie für eigenes Verschulden haftet. Bei einer Direktbeauftragung durch dreiseitigen Vertrag haftet die Depotbank jedoch für die pflichtgemäße Auswahl des Primebrokers. Wenn sie an der Auswahl des Primebrokers nicht beteiligt ist (so bei der Direktbeauftragung durch zweiseitigen Vertrag), hat sie keine Haftung für ein Auswahlverschulden zu vertreten. Die Depotbank haftet für die ordnungsgemäße Ausübung der eigenen Überwachungsfunktion, soweit sie diese im Falle eines zweiseitigen Vertrages oder im Falle eines dreiseitigen Vertrages gegenüber der KAG und ggf. dem Primebroker auszuüben hat.

▪ ***Dürfen deutsche Wertpapiere bei ausländischen Primebrokern in Verwahrung gegeben werden?***

Bei der Einschaltung eines Primebrokers ist die einheitliche Verwahrung von Wertpapieren unabhängig von ihrer Herkunft marktüblich. Sie hat einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Finanzierungskosten eines Hedgefonds. Zudem kann nur so ein Primebroker die Risiken eines Hedgefonds im Rahmen der Berechnung und Aufbereitung von Risikokennziffern für den Hedgefonds vollständig und korrekt ermitteln.

Zwar sieht § 24 Abs. 1 S. 1 InvG vor, dass grundsätzlich inländische Wertpapiere nur bei inländischen Verwahrern verwahrt werden dürfen. Diese Vorschrift ist zum einen jedoch vor dem

Hintergrund der Dienstleistungsfreiheit im europäischen Binnenmarkt europarechtskonform auszulegen, zum anderen macht bereits die Formulierung in § 112 Abs. 3 S. 1 InvG deutlich, dass abweichend von den §§ 20 ff InvG hier eine Sonderregelung für Hedgefonds vom Gesetzgeber gewollt ist.

Keine Anmerkungen.

▪ ***Dürfen Wertpapiere aus dem Sondervermögen des Hedgefonds als Sicherheiten an den Primebroker gegeben werden?***

Nach § 31 Abs. 5 S. 1 InvG dürfen im Grundsatz Gegenstände des Sondervermögens nicht verpfändet oder belastet werden. Eine Ausnahme gilt nach § 31 Abs. 5 S. 2 InvG u. a. bei Aufnahme eines Kredites nach § 112 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 InvG, also zu Zwecken des Leverage.

Die Übertragung von Wertpapieren als Sicherheiten z.B. im Rahmen der Gewährung von Wertpapier-Darlehen ist international üblich und vom Gesetzgeber im Rahmen der Zulassung von Hedgefonds in Deutschland und der Einbeziehung von Primebrokern auch gewollt. § 31 Abs. 5 S. 2 InvG ist so zu lesen, dass alle nach dem Investmentgesetz zulässigen Verpflichtungsgeschäfte mit herausgeschobenem Erfüllungstermin erfasst sein sollen.

Das BMF nimmt zu der Frage Stellung, in welchem Umfang nach § 31 Abs. 5 InvG die Bestellung von Sicherungsrechten an Vermögenswerten zulässig ist, die zu einem Sondervermögen gehören. Das BMF vertritt hierzu die Auffassung, dass nach § 114 InvG die in § 31 Abs. 5 S. 2 InvG enthaltene Ausnahmebestimmung erweiternd auszulegen ist. Nach Ansicht des BMF können zur Sicherung aller nach dem Investmentgesetz zulässigen Verpflichtungsgeschäfte mit herausgeschobenem Erfüllungstermin Sicherheiten bestellt werden, einschließlich im Wege einer zu Sicherungszwecken erfolgenden Vollrechtsübertragung von Wertpapieren. Gleiches gilt für andere Sicherungsrechte und wenn an anderen liquiden Vermögenswerten als Wertpapieren ein Sicherungsrecht bestellt wird. Auch die Ausnahme nach § 31 Abs. 6 S. 2 InvG erfasst alle nach dem Investmentgesetz zulässigen Verpflichtungsgeschäfte mit herausgeschobenem Erfüllungstermin.

▪ ***Wie weitgehend darf der Primebroker die als Sicherheit übertragenen Wertpapiere verwenden?***

Üblicherweise steht dem Primebroker ein umfassendes Nutzungsrecht an den als Sicherheit gestellten Wertpapieren zu. Nur so können die Wertpapierbestände effizient bewirtschaftet und damit günstige Konditionen für den Hedgefonds erzielt werden. Der Primebroker erhält bei der Ausübung das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum an den als Sicherheiten gestellten

Wertpapieren, der Hedgefonds im Gegenzug einen Rückübertragungsanspruch von Wertpapieren gleicher Art und Güte (Rehypothecation). Zur Minderung des Insolvenzrisikos des Primebrokers wird eine Aufrechnungsabrede (Close-out Netting) zwischen den Parteien getroffen, deren Gültigkeit vor Vertragsabschluss durch ein Rechtsgutachten (Legal Opinion) über die Rechtslage im jeweiligen Staat bestätigt werden muss.

Das BMF nimmt zu der Frage Stellung, ob entsprechend international üblicher Vertragspraxis es auch nach dem Investmentgesetz zulässig ist, dass sich der Primebroker Wertpapiere aneignen darf, die zu einem Hedgefonds gehören. Dies hat regelmäßig zur Folge, dass dem Hedgefonds ein unbesicherter schuldrechtlicher Lieferungsanspruch gegen den Primebroker zusteht. Das BMF ist der Auffassung, dass ein solches Aneignungsrecht nach dem Investmentgesetz grundsätzlich zulässig ist und verweist auf die marktüblichen Beendigungs- und Verrechnungsvereinbarungen (close-out netting), die in der Vertragspraxis üblicherweise zur Risikominimierung vorgesehen werden.

Nach der international üblichen Vertragspraxis besteht dieses Aneignungsrecht zumeist unabhängig davon, ob an den betreffenden Wertpapieren ein Sicherungsrecht bestellt worden ist, da die effiziente Bewirtschaftung der Wertpapierbestände und nicht Sicherungsinteressen im Vordergrund stehen.

Nach dem Merkblatt ist die Wirksamkeit des Close-out-netting vor Vertragsabschluss durch ein Rechtsgutachten über die Rechtslage im jeweiligen Staat zu bestätigen. Dies bedeutet, dass das Gutachten sowohl die Rechtswirksamkeit der vertraglichen close-out netting-Regelung nach dem anwendbarem Vertragsstatut als auch die Insolvenzfestigkeit der close-out netting-Regelung nach dem auf den Primebroker anwendbaren Insolvenzrecht behandeln muss. Das Merkblatt sieht vor, dass das Gutachten im Regelfall vor Vertragsabschluss vorliegen muss. Im Rahmen ihres Verwaltungshandelns wird es der BaFin in Ausnahmefällen möglich sein, von dieser Regel etwa durch die Erteilung einer Genehmigung unter Befristung oder Auflage im Einzelfalle abzusehen.

- ***Darf der Primebroker auch Sicherheiten über die Verbindlichkeiten des Hedgefonds hinaus erhalten und nutzen?***

Entsprechend internationaler Übung dürfen dem Primebroker auch in Deutschland Wertpapiere zur Sicherung über die Höhe der Verbindlichkeiten hinaus übertragen werden (sog. haircut). Der haircut darf unter Berücksichtigung marktüblicher Aufschläge und Abschläge maximal 10 % betragen. Die KAG hat zu bedenken, dass in Höhe des haircut ein unbesichertes Ausfallrisiko besteht.

Das BMF nimmt in diesem Punkt zu der Frage Stellung, inwieweit das zuvor bereits angesprochene Aneignungsrecht des Primebrokers in seinem Umfang zu begrenzen ist. In der international üblichen Vertragspraxis wird diese Begrenzung üblicherweise durch eine prozentuale Anknüpfung an den Umfang der Verbindlichkeiten gegenüber dem Primebroker vorgenommen. Das BMF vertritt die Auffassung, dass dies auch nach dem Investmentgesetz der zutreffende Anknüpfungspunkt ist. Dementsprechend soll nach Ansicht des BMF der Umfang des Aneignungsrechts auf 110% der Verbindlichkeiten gegenüber dem Primebroker, die aus dem Vermögen des Hedgefonds zu erfüllen sind, zu begrenzen sein (in dem Merkblatt als „haircut“ bezeichnet). Hierbei sind marktübliche Bewertungsab- oder -aufschläge zu berücksichtigen. Die KAG hat zu bedenken, dass in dem Umfang, in dem keine Aufrechnungsposition besteht (bis zu 10 %) ein unbesichertes Ausfallrisiko zu Lasten des Hedgefonds existiert.

▪ ***Welches Recht gilt im Fall eines Hedgefonds in der Rechtsform der Investmentaktiengesellschaft?***

Die §§ 96 ff. des InvG enthalten Vorschriften zur InvAG. Sie sind als lex specialis zum Aktienrecht anzusehen. Bei der Auslegung dieser Vorschriften sind in erster Linie die übrigen Bestimmungen des InvG und nicht des Aktienrechtes heranzuziehen. Damit wird der vom Gesetzgeber ausweislich der Begründung zum InvG verfolgten Absicht Rechnung getragen, dass Hedgefonds sich der InvAG als Vehikel bedienen können.

Keine Anmerkungen.

Berlin, 1. Juni 2004
