

ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

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 GIROVERBAND E.V. BERLIN-BONN
VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN E.V. BERLIN

**Stellungnahme des
Zentraler Kreditausschusses
zum Grünbuch der EU-Kommission
zum Ausbau des europäischen Rahmens
für Investmentfonds
vom 12. Juli 2005**

15. November 2005

I. Einleitung

Wir danken der Europäischen Kommission für die Möglichkeit, zu ihrem Grünbuch zum Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds Stellung zu nehmen. Bevor wir die einzelnen Fragen beantworten, möchten wir Folgendes vorweg schicken:

Wir teilen die Einschätzung der Kommission, dass die **Investmentbranche** – nicht zuletzt wegen ihrer gestiegenen Bedeutung für die Alterssicherung und den Vermögensaufbau – in den letzten Jahren **stark an Bedeutung gewonnen** hat.

Vor diesem Hintergrund ist es richtig, zu analysieren, inwieweit der geltende OGAW-Rahmen diesen Veränderungen Rechnung trägt und inwieweit Anpassungen erforderlich sind, insbesondere um Effizienzgewinne im grenzüberschreitenden Investmentgeschäft zu erzielen.

Gleichwohl ist in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass mit weiter erhöhten Anforderungen an den Vertrieb die notwendige Versorgung breiter Bevölkerungsschichten mit für den langfristigen Vermögensaufbau geeigneten Produkten erschwert wird. Je komplizierter und teurer die Vertriebsstrukturen sind, desto weniger wird gewährleistet, dass auch diejenigen (breiten) Bevölkerungsschichten an den Vorteilen von Finanzprodukten teilhaben können, die grundsätzlich nicht besonders an den Geschehnissen und Funktionsweisen der Kapitalmärkte interessiert sind. Diese Schlussfolgerung ergibt sich insbesondere aus dem so genannten „Sandler-Report“, welcher im Jahre 2002 über das britische Vertriebssystem erstellt wurde. Ein wichtiger Kritikpunkt war hier die **„Abschreckungswirkung“ eines komplizierten, nicht leicht verständlichen Vertriebsnetzes für Finanzprodukte**. Die britische Regierung hat in der Reaktion auf diesen Report angekündigt, Veränderungen herbeizuführen, die eine Versorgung aller Bevölkerungsschichten mit Finanzprodukten für den Vermögensaufbau unterstützen.

Im Einzelnen möchten wir vorab auf Folgendes hinweisen:

- Angesichts des **anerkannt hohen Schutzniveaus** des Investmentrechtes können wir keinen Handlungsbedarf der Kommission bezüglich neuer Risiken bei Management und Administration der Fonds erkennen. Bei den bereits **existierenden Kontrollmechanismen** handelt es sich insbesondere um die folgenden: Die Investmentgesellschaft wird durch ihre Corporate Governance überwacht und gesteuert sowie regelmäßig von Wirtschaftsprüfern geprüft. Die Compliance im Hinblick auf market timing und late trading wird nachgehalten. Freiwillige Codes of Conduct werden von

den Gesellschaften befolgt. In Deutschland besteht die Kontrolltätigkeit der Depotbank, die ihrerseits als Bank unter striktem Aufsichtsrecht steht. Schließlich bestehen zivilrechtlich potentielle Verpflichtungen. Dies alles führt zusammen genommen zu der Überzeugung, dass weiterer Handlungsbedarf auf EU-Ebene zum Investorenschutz nicht besteht.

- An verschiedenen Stellen des Grünbuchs und der begleitenden Materialien werden Aussagen zu möglichen Zusammenhängen zwischen Qualität der Anlageberatung, Kundennutzen und Vertriebsarchitektur (Vertrieb eigener Produkte versus „third party“-Produkte) getroffen. So wird zum Beispiel im „Background Paper“f der Kommission zum Grünbuch in Kapitel 3.2.1 die Frage aufgeworfen, ob beim Fondsvertrieb auf Basis der „integrated architecture“ die Anlageempfehlung tatsächlich im Sinne des Anlegers oder primär im Sinne des Finanzdienstleisters erfolgt. **Wir wenden uns diesbezüglich entschieden gegen Vorstellungen, der Kunde würde nur bei offener Vertriebsarchitektur in das „beste“ Produkt anlegen können** und dass deshalb regulierende Maßnahmen zur Herstellung einer solchen Architektur notwendig wären. Vielmehr unterstützen wir die Aussage der Kommission in Kapitel 3.2.1 des „Background Paper“, wonach beim Vertrieb von Drittfonds nur ein unvollständiger und/ oder verzögerter Zugang zu den relevanten Produktinformationen möglich ist. Denn je mehr Fonds – oder andere Anlageprodukte – der Berater ab einer bestimmten Anzahl in sein aktives Beratungsportfolio aufnimmt, desto geringer wird das Beraterwissen bezogen auf das jeweilige Produkt ausfallen. Gerade hier wird jedoch der **Vorteil einer – in vielen europäischen Ländern gängigen – Beschränkung des Produktkataloges**, welches sich der Anlageberater in seiner aktiven Beratung bedient, deutlich. Für diese Produkte verfügt der Berater über umfassende Detailinformationen, die auch zeitnah aktualisiert werden. Auf dieser Grundlage kann er im Sinne des Anlegers diesen bei seiner Anlageentscheidung beraten.
- Was **Hedgefonds** angeht, so sollte eine **Regulierung** allenfalls **auf internationaler Ebene erfolgen**, um offshore funds mit einzubeziehen. Für nicht zielführend halten wir dagegen eine europäische Insellösung, die den Finanzbinnenmarkt nachhaltig schwächen würde. Denn es wäre mit einem starken Wegzug der Fonds aus dem (dann regulierten) EU-Binnenmarkt in (nicht regulierte) Offshore-Zentren zu rechnen. Offene **Immobilienfonds** sollten als ein sehr sicheres und stabiles Anlageprodukt für Retail Investoren europaweit anerkannt werden.
- Den Hinweis auf die **MiFID** (vgl. S. 6 des Grünbuchs) verstehen wir so, dass OGAW in Vertriebsfragen in den Anwendungsbereich der MiFID fallen. Dies ist auch sinnvoll, denn es macht keinen Unterschied, ob ein Finanzdienstleistungsunternehmen dem Anleger eine Aktie, ein festverzinsliches Wertpapier oder einen Fonds verkauft. Darüber hinaus sehen wir keinen Handlungsbedarf.

II. Zu den einzelnen Fragen

Frage 1: Wird mit den oben genannten Initiativen ausreichend Rechtssicherheit für die Umsetzung der Richtlinie geschaffen?

Die **Zulassungsverfahren und die Zulassungskriterien** für den grenzüberschreitenden Vertrieb **sollten einheitlich definiert werden**. Es sollten Standards eingeführt werden (z.B. einheitlich definierter Anforderungskatalog sowie kurze Zulassungsfristen und Genehmigungsfiktionen). Nur so kann verhindert werden, dass auf der individuellen Verwaltungsebene Unterschiede zwischen den Vertragsstaaten bestehen.

Der **Einsatz und die Risikomessung von Derivaten und Finanzinstrumenten** sollten sich an einem verbindlichen **harmonisierten Standard** orientieren. Einengende, durch die Richtlinie nicht geforderte Definitionen zulässiger Instrumente sind zu vermeiden.

In einigen Mitgliedsstaaten – so zum Beispiel in Deutschland – haben sich **bereits hohe Standards im Hinblick auf die Kostentransparenz** durchgesetzt. Solche Standards – wie zum Beispiel die Total Expense Ratio (TER) – könnten als **Maßstab** für einen gemeinsamen europäischen Standard herangezogen werden. Hierdurch würde auch ein level-playing-field zwischen den europäischen Anbietern erreicht werden. Dem Vernehmen nach wirkt die EFAMA (European Fund and Asset Management Association) bereits auf einen solchen europäischen Standard hin.

Frage 2: Bestehen weitere Bedenken hinsichtlich der alltäglichen Umsetzung der Richtlinie in die Praxis, die prioritär behandelt werden sollten?

Das „**time-to-market**“ ist im Vergleich zu Konkurrenzprodukten **verbesserungsbedürftig**. Hier sollten einheitliche Standards definiert und kurze Zulassungsfristen (z. B. drei Wochen) für plain-vanilla-Produkte vorgeschrieben sein. Solche **Zulassungsfristen**, nach deren Ablauf eine **Genehmigungsfiktion** unterstellt werden kann, sollten auf die vorgenannten Produkte angewendet werden.

Frage 3: Würde ein wirksamer „Europäischer Pass“ für Verwaltungsgesellschaften zu weiteren bedeutenden wirtschaftlichen Vorteilen gegenüber den bisherigen Delegationsvereinbarungen führen? Geben Sie bitte Ihre Datenquellen und das wahrscheinliche Ausmaß des erwarteten Nutzens an.

Ein wirksamer „**Europäische Pass**“ für **Verwaltungsgesellschaften ist zu begrüßen**. Neben dem internationalen Fondsvertrieb wird damit eine weitere Möglichkeit eröffnet, schnell und effizient Fonds des Gesellschaftstyps im Heimatmarkt oder in einem neu zu erschließenden Markt aufzulegen und anzubieten. Allerdings hängt die Kosteneffizienz einer solchen Möglichkeit sehr stark von einer Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Kriterien ab. Nur bei einer eindeutigen Definition der einzelnen Verwaltungsanforderungen kann davon ausgegangen werden, dass sich die Fondsgesellschaften jeweils auf einen Standort konzentrieren und ihre Produkte von diesem Standort dann in den verschiedenen Ländern direkt auflegen. Die wesentlichen Gründe für den Aufbau verschiedener Produktionsstandorte sind und waren die immer wieder auftretenden Veränderungen der Verwaltungspraxis und der gesetzlichen Rahmenbedingungen bei den Zulassungskriterien und Produktmöglichkeiten. Nur bei einer konsequenten verlässlichen Vereinheitlichung ist zu erwarten, dass ein Kostenentlastungseffekt bei den Fondsgesellschaften eintritt, der letztlich auch dem Anleger zu Gute kommen dürfte. Wichtiger als ein wirksamer „EU-Pass“ für Verwaltungsgesellschaften erscheint uns jedoch zunächst, die Funktionsfähigkeit des „Europäischen Passes“ für Investmentfonds etwa durch einheitliche Anforderungskataloge und kurze Zulassungsfristen zu erhöhen (vgl. Antwort zu Frage 1).

Frage 4: Würde eine Aufteilung der aufsichtlichen Zuständigkeit für die Verwaltungsgesellschaft und den Fonds zwischen den Jurisdiktionen zu zusätzlichen operationellen Risiken oder aufsichtlichen Bedenken führen? Bitte beschreiben Sie die Ursachen des Problems und Mittel und Wege für eine wirksame Handhabung dieser Risiken.

Sofern es zu einer **Vereinheitlichung der Verwaltungsanforderungen und des gesetzlichen Rahmens** kommt, sind die **Risiken** als **gering** einzustufen. Wir sind der Auffassung, dass sich gesellschafts- und produktbezogene Regulierungsnormen hinreichend klar separieren lassen, um Überschneidungen und damit unnötige Lasten zu vermeiden. Wichtig ist, dass dem Fonds des Gesellschaftstyps eine komplette Delegation aller Verwaltungsaufgaben auf eine Management Company gestattet wird.

Frage 5: Werden eine größere Transparenz, Vergleichbarkeit und Beachtung der Anlegerbedürfnisse beim Fondsvertrieb die Funktionsweise der europäischen Investmentfondsmärkte und das Niveau des Anlegerschutzes wesentlich verbessern? Sollte dies eine Priorität sein?

In Kapitel 2.2.2 des Grünbuches wird konstatiert, dass Anleger aufgrund immer komplexerer Produkte eine bessere und benutzerfreundlichere Offenlegung von Wertentwicklungen und Gebühren benötigen. Ferner wird in Kapitel 2.3.2 des „Background Paper“ die Frage aufgeworfen, ob dem Anleger durch bereits existierende Veröffentlichungen der Fondsgesellschaften ein ausreichender Überblick über die Kostenstruktur der einzelnen Fonds gegeben wird. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass unter dem Begriff der Transparenz in Frage 5 in erster Linie auf die **Kostentransparenz** abgestellt wird. Wir können nur die Feststellung der Kommission im „Background Paper“ bestätigen, dass **in den einzelnen Mitgliedsstaaten mitunter eine differenzierte Umsetzung der Information der Anleger** erfolgt. Für den Fondsvertrieb in Deutschland möchten wir dabei herausstellen, dass unabhängig vom Umfang des Fondserwerbs eine umfassende Information des Anlegers erfolgt, so dass gerade auch im Bereich der Kleinanleger eine umfassende Informationsgrundlage im Hinblick auf die Fondseigenschaften und die Kostenstruktur sichergestellt wird. Die **MiFID** und die hierzu geplanten technischen Durchführungsbestimmungen enthalten umfassende Regelungen auch im Hinblick auf Investmentanteile. Sie unterliegen grundsätzlich den gleichen Anforderungen wie alle sonstigen Finanzinstrumente. Darüber hinaus besteht kein Bedürfnis für zusätzliche fonds-spezifische Regelungen. Höchst problematisch wäre, wenn die MiFID-Regelungen bereits wieder in Frage gestellt werden, bevor sie überhaupt in Kraft getreten und in der Praxis angewandt worden sind. **Entsprechende Überlegungen, wie sie dem „Background Paper“ unter 2.3.3 zu entnehmen sind, sind daher strikt abzulehnen.**

Bezüglich der weiteren Fragen in Kapitel 2.3.2 des „Background Paper“ sprechen wir uns für eine Umsetzung auf Basis von **europäisch standardisierten Wohlverhaltensregeln** aus, **welche zum Beispiel von der EFAMA erarbeitet werden könnten.** Dem Vernehmen nach arbeitet die EFAMA bereits an entsprechenden europaweit anzuwendenden Standards. Diese Entwicklungen sollten zunächst abgewartet und anschließend ausgewertet werden, bevor eine gesetzliche Regelung erwogen wird.

Neben solchen europaweiten Standards, die auch im Hinblick auf die Klassifikation, Namensgebung, Performancemessung etc. gesetzt werden sollten, wird über den Wettbewerb und über allgemein zugängliche Medien ein effektiver Produktvergleich auch auf Seiten der Anleger als mündige Verbraucher gewährleistet.

An verschiedenen Stellen des Grünbuchs und der begleitenden Materialien werden Aussagen zu möglichen Zusammenhängen zwischen Qualität der Anlageberatung, Kundennutzen und Vertriebsarchitektur (Vertrieb eigener Produkte versus „third party“-Produkte) getroffen. So wird zum Beispiel im „Background Paper“ der Kommission zum Grünbuch in Kapitel 3.2.1 die Frage aufgeworfen, ob beim Fondsvertrieb auf Basis der „integrated architecture“ die Anlageempfehlung tatsächlich im Sinne des Anlegers oder primär im Sinne des Finanzdienstleisters erfolgt. **Wir wenden uns diesbezüglich entschieden gegen Vorstellungen, der Kunde würde nur bei offener Vertriebsarchitektur in das „beste“ Produkt anlegen können und dass deshalb regulierende Maßnahmen zur Herstellung einer solchen Architektur notwendig wären.** Es ist darauf hinzuweisen, dass die Verpflichtung, den Kunden anlegergerecht („suitable“) zu beraten, maßgeblich ist und in der Beratungspraxis umgesetzt wird. Dabei liegt dem Fondsvertrieb die später beschriebene Vertriebsarchitektur zu Grunde. Bisher gibt es auch keine Anhaltspunkte, dass diese Verpflichtung nicht eingehalten wird. Mangels nachweislicher Missstände wäre ein Eingriff in die Vertriebsstruktur folglich auch nicht mit dem Ziel der Kommission einer „better regulation“ vereinbar. Vielmehr sollte es dem Markt überlassen bleiben, welche Vertriebsstruktur bevorzugt wird.

Darüber hinaus wird ein völlig unrealistisches Bild zugrunde gelegt: Keine Bank und kein Finanzdienstleister verfügen derzeit über ausreichende Analysen der vergangenen oder zur zukünftigen Wertentwicklung aller auf dem Markt verfügbaren Fonds. Derzeit gibt es allein 2.353 Publikumsfonds deutscher Kapitalanlagegesellschaften¹. Ausländische Fonds, die in Deutschland öffentlich vertrieben werden dürfen, sowie Fonds, die nicht-öffentlich vertrieben werden, müssen zu dieser Zahl noch addiert werden – nicht zu erwähnen die hohe Zahl andere Finanzprodukte, die im Rahmen einer anlegergerechten Beratung ebenfalls in Betracht zu ziehen wären. **Es ist weder den Banken noch den Finanzdienstleistern möglich, die Entwicklung und die Qualität all dieser Fonds und anderer Anlageprodukte nachzuprüfen.** Informationen über Fonds werden zwar von so genannten „Daten Providern“ bereitgestellt, diese schließen jedoch regelmäßig jede Haftung für Falschinformationen aus. Auch kann keine sinnvolle zentrale und unabhängige Zusammenstellung der diversen Produktinformationen sichergestellt werden, die im Ergebnis die Entscheidung über den „besten Fonds“ beziehungsweise das „beste Anlageprodukt“ liefern würde. **Eine Entscheidung über den „besten Fonds“ beziehungsweise das „beste Anlageprodukt“ würde zudem nur eine vergangenheitsbezogene Aussage darstellen.** Diese aber wäre keine Garantie dafür, dass der aktuell „beste Fonds“ auch zukünftig der beste sein wird. Die Kommission verlangt daher im Rahmen der MiFID zu recht bei einer Darstellung der past performance, dass die Darstellung „contain[s] a

¹ BVI, Investment 2004, Daten, Fakten, Entwicklungen, Übersicht S. 82.

prominent warning that the figures refer to the past and that past performance does not provide a reliable indicator of future results“². Schließlich sind auf Grund der unterschiedlichen Anlegerbedürfnisse für die verschiedenen Anlegertypen unterschiedliche Schwerpunkte bei den Produktanforderungen zu setzen. Diese können nur individuell ausgearbeitet werden. Eine Standardisierung in der Produktbewertung, auf welche die Ausführungen im Grünbuch und dem „Background Paper“ hindeuten, ist aus unserer Sicht daher weder sachgerecht noch praktikabel.

Wir unterstützen daher die Aussage der Kommission in Kapitel 3.2.1 des „Background Paper“, wonach beim Vertrieb von Drittfonds regelmäßig nur ein unvollständiger und/oder verzögerter Zugang zu den relevanten Produktinformationen möglich ist. Hiermit ist aus unserer Sicht die Gefahr einer möglichen Falschberatung verbunden, wenn in der Beratung nicht alle notwendigen Informationen zu dem Produkt Eingang in die Bewertung gefunden haben. Denn je mehr Fonds – oder andere Anlageprodukte – der Berater ab einer bestimmten Anzahl in sein aktives Beratungsportfolio aufnimmt, desto geringer wird das Beraterwissen bezogen auf das jeweilige Produkt ausfallen. Somit kann die Gleichung aufgestellt werden, dass mit zunehmendem Produktportfolio, welches aktiv beraten werden soll, die Beratungsqualität insgesamt reduziert wird. Gerade hier wird jedoch der Vorteil einer Beschränkung des Produktkataloges, welches sich der Anlageberater in seiner aktiven Beratung bedient, deutlich. Für diese Produkte verfügt der Berater über umfassende Detailinformationen, die auch zeitnah aktualisiert werden. Auf dieser Grundlage kann er im Sinne des Anlegers diesen bei seiner Anlageentscheidung beraten. **Somit trägt die in vielen europäischen Ländern gängige Praxis, einen Großteil der dem Anleger aktiv angebotenen Fonds aus dem Angebot einer Verbundgesellschaft heranzuziehen, zu einer Erhöhung der Beratungsqualität und des Anlegerschutzes bei.** Dabei handelt es sich in der Regel keineswegs um – wie das „Background Paper“ vermutet – „in-house-products“³, bei welchen Interessenkonflikte bei der Vermittlung vermutet werden. Wir sehen daher für die insbesondere auf S. 34 des „Background Paper“ erhobenen Vorwürfe gegenüber so genannten integrated architecture keinerlei Anhaltspunkt. Vielmehr möchten wir die Notwendigkeit einer Beschränkung der Vertriebsstrukturen auf bekannte und verlässliche Partner – die jederzeit einen Namen und ein Renommee am Markt im harten Wettbewerb zu verlieren haben – mit den oben ausgeführten Argumenten unterstreichen.

² Vgl. Art. 3 e) iv) des Working Documents ESC/23/2005-rev2 der Kommission vom 29. September 2005. Es wird sogar diskutiert, ob die Darstellung der past performance überhaupt zulässig ist. Hierzu stünde eine Kürung eines „besten Fonds“ beziehungsweise eines „besten Produktes“ erst recht im Widerspruch.

³ Commission Staff Working Paper, Annex to the Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds; Background Paper (COM(2005)314 final), S. 6, 34.

Frage 6: Wird eine Klärung der Wohlverhaltensregeln für Wertpapierfirmen, die die Fondsanteile bei den Anlegern vertreiben, deutlich zu diesem Ziel beitragen? Sollten weitere Schritte (verstärkte Offenlegung) ins Auge gefasst werden?

Vgl. hierzu unsere Antwort zu den Fragen 5 und 7.

Frage 7: Gibt es bestimmte fondsspezifische Themen, die von den laufenden Arbeiten auf dem Gebiet der detaillierten Umsetzung der MiFID-Wohlverhaltensregeln nicht abgedeckt sind?

Die **MiFID und die hierzu geplanten technischen Durchführungsbestimmungen enthalten umfassende Regelungen** auch im Hinblick auf Investmentanteile. Sie unterliegen grundsätzlich den gleichen Anforderungen wie alle sonstigen Finanzinstrumente. Erwähnt werden sollen an dieser Stelle nur die Informationspflichten gem. Art. 19 (3) MiFID, die Notwendigkeit einer „Suitability“-Prüfung im Fall der Beratung und Vermögensverwaltung gem. Art. 19 (4) MiFID, Regelungen zu Inducements sowie best execution. **Darüber hinaus besteht kein Bedürfnis für zusätzliche fondsspezifische Regelungen.** Höchst problematisch wäre es, wenn die MiFID-Regelungen bereits wieder in Frage gestellt werden, bevor sie überhaupt in Kraft getreten und in der Praxis angewandt worden sind. Entsprechende Überlegungen, wie sie dem „Background Paper“ unter 2.3.3 zu entnehmen sind, sind daher strikt abzulehnen.

Frage 8: Gibt es eine kommerzielle oder wirtschaftliche Logik (Netto-Vorteile) für grenzüberschreitende Fonds-Fusionen? Könnten diese Vorteile weitgehend durch eine Rationalisierung innerhalb der nationalen Grenzen erzielt werden?

Zweifellos bestehen **Vorteile** bei der Möglichkeit grenzüberschreitender Fondsfusionen. Damit ist es den internationalen Anbietern möglich, die Produktpalette europaweit zu steuern. **Grundvoraussetzung** für solche Fondsfusionen ist allerdings eine **einheitliche steuerliche und aufsichtsrechtliche Behandlung von Fondsanteilen**, wobei die gegenwärtigen Unterschiede bei den nationalen Steuergesetzgebungen als größtes Hindernis eingestuft werden dürften.

Frage 9: Könnten diese gewünschten Vorteile durch ein „Pooling“ erzielt werden?

Für das so genannte virtuelle Pooling bezweifeln wir, dass es überhaupt Regulierungsbedarf gibt. Fortschritte auf diesem Gebiet sind unseres Erachtens eine Frage entsprechender technischer Standards und Verfahren.

Die Zulassung von Master-Feeder-Funds wiederum setzt Änderungen der derzeitigen Investmentrichtlinie voraus. Wir sehen **bei Master-Feeder-Funds beachtliches Rationalisierungspotenzial**, evtl. als alternative Lösung zu grenzüberschreitenden Fondsfusions-Lösungen. Wir sind der Meinung, dass weder generelle investmentrechtliche Prinzipien noch der Gedanke des Anlegerschutzes der Einführung von Master-Feeder-Funds im Wege stehen sollten. Allerdings sehen wir **auch hier mögliche Probleme wegen der heterogenen steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen** in den einzelnen europäischen Mitgliedsstaaten.

Frage 10: Ist der Wettbewerb auf Ebene der Fondsverwaltung und/ oder des -vertriebs ausreichend, um sicherzustellen, dass die Anleger von einer höheren Effizienz profitieren?

Der Wettbewerb unter den Anbietern und Produzenten von offenen Publikumsfonds ist äußerst gut entwickelt. Grund hierfür ist zum einen die Vielzahl der angebotenen Produkte sowie der offerierenden Gesellschaften. Ein weiterer Grund ist der lebhaftere Innovationswettbewerb unter den Fondsgesellschaften, aber auch mit konkurrierenden Wertpapieremittenten (z. B. Zertifikate), der ein ständiges Schritthalten mit den Neuerungen erfordert. In Deutschland ist ein starker Ansturm großer ausländischer Fonds auf den Markt zu verzeichnen, die den Wettbewerb zusätzlich erhöhen. Schließlich verändern sich die Vertriebsstrukturen zunehmend. Fonds werden von Internetplattformen angeboten, über Börsen gehandelt, von Fondssupermärkten verkauft usw. Alles dies sind Belege dafür, dass eine **Wettbewerbsverstärkung durch regulatorischen Eingriff der Kommission weder auf dem Gebiet der Fondsproduktion noch des Fondsvertriebs vonnöten** ist.

Frage 11: Welches sind die Vor- und Nachteile (aufsichtliche oder kommerzielle Risiken), die sich aus der Möglichkeit der Wahl einer Verwahrstelle in einem anderen Mitgliedstaat ergeben? Inwiefern machen Delegations- oder andere Vereinbarungen die Notwendigkeit legislativer Maßnahmen auf diesem Gebiet überflüssig?

Die Vorstellung, die Verwahrstelle in einem anderen Mitgliedstaat wählen zu können, ist unter Wettbewerbsgesichtspunkten grundsätzlich zu begrüßen. **Bevor** eine solche **Wahlmöglichkeit** vernünftigerweise zugelassen werden kann, muss jedoch zwingend eine **Harmonisierung der Regeln für Verwahrstellen auf hohem Niveau** erfolgen mit dem Ziel der Einhaltung eines ebenso hohen Anlegerschutzniveaus, dem die Verwahrstelle durch Ausübung der ihr insbesondere nach Art. 7 OGAW-Richtlinie übertragenen Aufgaben dient. Die Harmonisierung muss vor allem die Kontrolltätigkeit der Verwahrstelle umfassen. Denn derzeit bestehen bezogen auf die Rolle und Verantwortlichkeit der Verwahrstelle große Unterschiede in den einzelnen Mitgliedstaaten. Eine **Öffnung der Märkte ohne vorherige Harmonisierung würde zu einer Aufsichtsarbitrage führen und zu**

Lasten des Anlegerschutzes gehen. So wäre es nicht akzeptabel, wenn Fonds etwa den preisgünstigsten Verwahrstellenservice in Anspruch nehmen könnten, ohne auf hohe Sicherheitsstandards, wie sie etwa in Deutschland existieren, Rücksicht nehmen zu müssen. Die Wahrnehmung dieser Tätigkeit sollte aus unserer Sicht Kreditinstituten vorbehalten sein, um dem hohen Anspruch des Anlegerschutzes gerecht zu werden. Zur Wahrung der Unabhängigkeit der Verwahrstellenfunktion genügt aus unserer Sicht eine personelle und gesellschaftsrechtliche Souveränität, die Konzernverbände nicht ausschließt.

Frage 12: Sind Sie der Meinung, dass die derzeitige von der Branche betriebene Standardisierung innerhalb einer vernünftigen Frist zu Ergebnissen führen wird? Bedarf es einer Intervention von öffentlicher Seite?

Im Bereich der Standardisierung sehen wir keinerlei Handlungsbedarf seitens der europäischen oder nationalen Gesetzgebung. Vielmehr **sollte die Standardisierung** – entsprechend dem Prinzip der Subsidiarität – **den Anbietern der Branche selbst überlassen werden.** Zwar sollten die erfolgreich begonnenen Bemühungen der Branche um eine Standardisierung der Anteilscheinabwicklung unterstützt werden, doch sehen wir hierfür keinen zusätzlichen europäischen Regelungsbedarf.

Frage 13: Stellt ein starkes Festhalten an den formellen Anlagebeschränkungen einen akzeptablen Ansatz für die Gewährleistung eines hohen Anlegerschutzniveaus dar?

Wir unterscheiden Anlagebeschränkungen aus Gründen der Emittenten-Diversifikation und durch Definition zulässiger Instrumente. Bei den Anlageinstrumenten ist nicht auf deren Zusammensetzung, sondern auf deren Gesamtrisiko abzustellen. Nur ein materieller Ansatz trägt der zunehmenden Komplexität und Innovation in diesem Bereich Rechnung. Die Emittenten-Diversifikation sollte als investmentrechtliches Prinzip aufrechterhalten werden. Tendenziell sollten die Möglichkeiten derjenigen Anbieter, die in transparente und leistungsstarke Risikomess-Systeme investieren, honoriert werden. Sobald ein Anbieter einen gewissen (vorab) definierten Standard erreicht hat, sollte es ihm erlaubt sein, den Fonds mit mehr Freiheit von formalisierten Anlagegrenzen zu managen. Diese sollten durch Risikokennzahlen ersetzt werden, welche das Gesamtrisiko des Fonds wiedergeben. Damit weiß der Anleger genau, welchen Risikogehalt das von ihm erworbene Produkt hat und wird dadurch besser geschützt als durch zu stark schematisierte Anlagegrenzen.

Frage 14: Meinen Sie, dass die Schutzmaßnahmen auf Ebene der Verwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle solide genug sind, um neuen Risiken bei der Verwaltung und administrativen Handhabung der OGAW entgegenzuwirken? Welche anderen Maßnahmen zur Beibehaltung eines hohen Anlegerschutzniveaus sind Ihrer Meinung nach zweckmäßig?

Wir können angesichts des bereits existierenden und anerkannt hohen Schutzniveaus **keinen Handlungsbedarf für die Kommission** in diesem Bereich erkennen. Um einige der Kontrollmechanismen zu nennen: Die Investmentgesellschaft wird durch ihre Corporate Governance überwacht und gesteuert sowie regelmäßig von Wirtschaftsprüfern geprüft. Die Compliance im Hinblick auf market timing und late trading wird nachgehalten. Freiwillige codes of conduct werden von den Gesellschaften befolgt. In Deutschland besteht die Kontrolltätigkeit der Depotbank, die ihrerseits als Bank unter striktem Aufsichtsrecht steht. Ferner hat in dem gut entwickelten Wettbewerb der Investmentgesellschaften jede Gesellschaft am meisten den Imageverlust aufgrund eigenen Fehlverhaltens zu fürchten. Schließlich bestehen zivilrechtlich potentielle Verpflichtungen. Dies alles führt zusammen genommen zu der Überzeugung, dass weiterer Handlungsbedarf auf EU-Ebene zum Investorenschutz nicht besteht.

Frage 15: Gibt es Beispiele für Verzerrungen der Wahl der Anleger, die von den europäischen und/oder nationalen politischen Entscheidungsträgern besonders beachtet werden sollten?

In Kapitel 3.3 des Grünbuches sowie in Kapitel 4.2 des „Background Paper“ führt die Kommission eine Diskussion über eine Störung des level-playing-field zwischen OGAW und anderen Anlageprodukten, welche in dieser Frage mündet und einen Handlungsbedarf im Rahmen der Weiterentwicklung der OGAW-Richtlinien suggeriert. Unabhängig von der Frage, ob ein regulatorisches Ungleichgewicht zwischen OGAW und den explizit von der Kommission genannten Zertifikaten und fondsgebundenen Lebensversicherung besteht, sollte nach unserem Dafürhalten zunächst erörtert werden, ob überhaupt ein europäischer Regelungsbedarf zu diesen explizit genannten Alternativprodukten besteht. Für den Bereich der Zertifikate kann diesbezüglich klar festgestellt werden, dass eine spezielle europäische Regelung zu dieser Produktgruppe nicht den Marktgegebenheiten entsprechen würde. So hat die Kommission festgestellt, dass Zertifikate vornehmlich in Deutschland sowie der Schweiz und Hong Kong verbreitet sind.⁴ **Abgesehen von dem fraglichen europäischen Bedarf einer solchen Regulierung sind Zertifikate – welche vom**

⁴ Commission Staff Working Paper, Annex to the Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds; Background Paper (COM(2005)314 final), Fußnote 127 auf S. 52.

Rechtscharakter her Schuldverschreibungen darstellen – bereits über die MiFID sowie über die Prospektrichtlinie einer umfassenden europäischen Regulierung unterworfen.

Weiter führt beziehungsweise führte in einigen Mitgliedstaaten die nationale steuerliche Ungleichbehandlung zwischen Anlageprodukten zu möglichen Verzerrungen bei der Produktwahl des Anlegers. Solche steuerrechtlich bedingten Verzerrungen können jedoch nicht über eine auf Produktebene ansetzende Regulierung behoben werden. Im Hinblick auf die nicht harmonisierte Steuergesetzgebung in den einzelnen Mitgliedsstaaten sind vor diesem Hintergrund die nationalen Gesetzgeber gefordert.

Frage 16: Inwiefern verursachen Probleme der regulatorischen Fragmentierung Markt-zugangsprobleme, die einen gemeinsamen EU-Ansatz für a) "Private Equity"-Fonds, b) "Hedgefonds" und "Dach-Hedgefonds" erforderlich machen?

Private Equity Fonds werden in den einzelnen Ländern gesellschaftsrechtlich, steuerrechtlich, aufsichtsrechtlich und investmentrechtlich unterschiedlich behandelt. Daher ist der grenzüberschreitende Vertrieb kompliziert und mit vielen Unsicherheiten behaftet. Es ist zu begrüßen, wenn die Möglichkeit einer europaweit standardisierten Fondslösung geschaffen wird, um Private Equity Produkte grenzüberschreitend anbieten zu können.

Hedgefonds sind inzwischen in einigen Mitgliedstaaten, so auch in Deutschland, reguliert. Um ein europäisches level playing field zu schaffen, mag eine europäische Harmonisierung zunächst nahe liegen. Allerdings gilt zu bedenken, dass Hedgefonds bereits heutzutage überwiegend in nicht oder wenig regulierten Offshore-Zentren angesiedelt sind. Eine lediglich europäische Regelung würde diesen Effekt verstärken. Daher ist eine Lösung auf internationale Ebene anzustreben.

Offene **Immobilienfonds** sollten als ein sehr sicheres und stabiles Anlageprodukt für Retail Investoren europaweit anerkannt werden. Nachdem sie in den Mitgliedstaaten durch Privatanleger gut angenommen wurden, ist ein europäischer Rahmen für offene Immobilienfonds wünschenswert.

Frage 17: Gibt es spezifische Risiken (aus Sicht des Anlegerschutzes oder der Marktstabilität), die sich aus den Tätigkeiten der „Private Equity“-Fonds oder der „Hedgefonds“ ergeben, die einer besonderen Aufmerksamkeit bedürfen?

Bei Angeboten von privaten Kapitalbeteiligungen auf dem so genannten grauen Kapitalmarkt besteht seit langem das bekannte Problem, dass sie unter weitgehend unregulierten

und unkontrollierten Bedingungen vertrieben werden. Eine angemessene Transparenz dieser Anlagen würde den Verwaltungsgesellschaften ihre Investitionsentscheidung erleichtern.

Frage 18: Inwiefern könnte eine gemeinsame Regelung für „private placement“ dazu beitragen, die Hindernisse für das grenzübergreifende Angebot alternativer Anlagen an qualifizierte Anleger zu überwinden? Kann diese Klärung der Marketing- und Vertriebsprozesse unabhängig von flankierenden Maßnahmen auf Ebene der Fondsverwaltung etc. umgesetzt werden?

Unseres Erachtens ist ein einheitlicher EU-Standard zum „private placement“ nicht erforderlich, da sich die Kundengruppen für ein private placement in den einzelnen Ländern stark unterscheiden und dies einer nationalen Regelung vorbehalten bleiben sollte.

Frage 19: Stellen die derzeitigen produktbasierten und Details vorschreibende OGAW-Rechtsvorschriften langfristig eine mögliche Basis für einen gut beaufsichtigten und integrierten europäischen Investmentfondsmarkt dar? Unter welchen Bedingungen beziehungsweise zu welchem Zeitpunkt sollte eine Entwicklung hin zu einer mehr auf Prinzipien beruhenden, risikobasierten Regulierung überlegt werden?

Wir begrüßen den grundsätzlichen Ansatz der Kommission, den Fokus auf die Ausschöpfung der existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen zu legen. Eine ebenfalls – zum Beispiel im Vorfeld des Grünbuchs seitens der Expertengruppe zum Asset Management – erwogene grundlegende Reform der EU-Gesetzgebung, welche alle das Asset Management betreffenden Rechtsbereiche bündeln soll, sollte frühestens mittelfristig und nach Durchführung einer Kosten-Nutzen-Analyse, die alle Folgewirkungen eines solchen Ansatzes abschätzt – angedacht werden. In diesem Zusammenhang könnte dann auch eine Hinwendung zu einem mehr auf Prinzipien beruhenden, risikobasierten – und daher flexibleren – Regulierungsansatz erwogen werden.

Sondervotum des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB)

Aus Sicht des BdB bestehen **Zweifel, ob** der grundsätzliche Ansatz der Kommission, den **Fokus zunächst auf die Ausschöpfung der existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen zu legen, wirklich ausreichend** ist. Auch wenn sich alle geplanten Verbesserungen innerhalb des gegenwärtigen Rechtsrahmens möglicherweise verwirklichen lassen (was angesichts der bisher insbesondere mit dem notification procedure gemachten Erfahrungen abzuwarten ist), wird die bestehende Richtlinie immer noch einen Wettbewerbsnachteil für die Fondsindustrie gegenüber vergleichbaren Anlageprodukten, die unter-

schiedlichen europäischen Regeln unterliegen, bedeuten und wegen der Beschränkungen bei der Auflegung neuer Fondstypen zu eingeschränkten Wahlmöglichkeiten für europäische Anleger führen.