



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.

**Stellungnahme des  
BVI Bundesverband Investment und Asset und Management e.V.  
zum Entwurf des Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und  
Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts  
(Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)  
- Drs 17/3628 -**

Der BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. begrüßt insbesondere die geplante Neuregelung der Offenen Immobilienfonds, mit der eine stärkere Trennung zwischen Klein- und Großanlegern eingeleitet wird. Durch die geplanten Änderungen wird das Produkt entsprechend dem Charakter der Immobilienanlage als langfristige Anlageform ausgestaltet.

Gleichwohl sehen wir an einigen Punkten noch Verbesserungsbedarf.

Die aus unserer Sicht wesentlichen Themen haben wir im Folgenden unter I. kurz zusammengestellt. Zur künftigen Regulierung Offener Immobilienfonds haben sich die Mitglieder des BVI nach intensiver Erörterung nunmehr auf einen einheitlichen Standpunkt verständigt. Dieser entspricht für die vorgeschlagene Kündigungsfrist dem Vorschlag des BVI vom Februar 2009 sowie der Stellungnahme des BVI zum Diskussionsentwurf vom Mai 2010. Zum Thema Anlageberatung begrüßen wir die geplante Verwendung der wesentlichen Anlegerinformationen nach dem Investmentgesetz als Produktinformationsblatt, sehen aber dringenden Abstimmungsbedarf hinsichtlich der Einführungszeitpunkte.

Unter II. finden Sie unsere Anmerkungen zu dem Entwurf im Einzelnen einschließlich Formulierungsvorschlägen.

Hauptgeschäftsführer:  
Stefan Seip  
Geschäftsführer:  
Thomas Richter  
Rudolf Siebel

Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main  
Postfach 10 04 37  
60004 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/154090-0  
Fax: 069/5971406  
info@bvi.de  
www.bvi.de

## **I. Wesentliche Themen und Optimierungsvorschläge**

Die nachfolgenden Punkte 1 bis 6 betreffen die Offenen Immobilienfonds. In Punkt 7 nehmen wir zum Produktinformationsblatt Stellung.

### **1. Haltefristen und Rücknahmeabschläge**

Die geplanten Haltefristen für Anteile an Immobilien-Publikumsfonds sollen plötzlichen hohen Mittelabflüssen entgegenwirken und die Liquiditätssteuerung verbessern. Dieses Instrument halten wir bei institutionellen Anlegern nicht für zielführend, da institutionelle Anleger nach Ablauf der Haltefrist wie bisher große Summen überraschend aus einem Fonds abziehen könnten. Unseres Erachtens sollte die Neuregelung zwischen natürlichen Personen und nicht natürlichen Personen als Anlegern differenzieren.

Für natürliche Personen halten wir ein Jahr Haltefrist für angemessen, gefolgt von zwei weiteren Jahren, in denen Anteile nur mit Abschlag zurückgegeben werden können. Allerdings sollten die bislang vorgesehenen Abschlagsquoten auf 5 Prozent im zweiten und 2,5 Prozent im dritten Jahr halbiert werden. Weiter schlagen wir vor, die Entnahmeregel flexibler auszugestalten, so dass an Stelle der 5.000 Euro monatlich bis zu 30.000 Euro innerhalb eines halben Jahres entnommen werden können.

Für nicht natürliche Personen sollte nach der einmaligen einjährigen Haltefrist dagegen auf Dauer eine einjährige Kündigungsfrist gelten, die entweder als „harte“ Frist ausgestaltet werden kann oder auch derart, dass bei Nichteinhaltung ein Rücknahmeabschlag in Höhe von mindestens 10 Prozent erhoben wird. Es ist zu erwarten, dass ein Investieren in normale Immobilien-Publikumsfonds bei solchen Bedingungen, insbesondere wegen der Kombination von Halte- und Kündigungsfristen, für professionelle Anleger nicht mehr in Betracht kommt.

### **2. Immobilien-Publikumsfonds speziell für professionelle Anleger**

Um die erwünschte Trennung von privaten und professionellen Anlegern zu unterstützen, besteht ein dringendes praktisches Bedürfnis für Immobilien-Publikumsfonds, die sich ausschließlich an professionelle Anleger richten und nicht öffentlich vertrieben werden. Immobilien-Publikumsfonds sind nach dem Regierungsentwurf auf normale Privatanleger zugeschnitten. Es gibt Anlegergruppen wie z. B. fondsgebundene Lebensversicherungen, die nach dem Investmentgesetz regelmäßig nicht in Spezialfonds anlegen dürfen.

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen dürfen im Deckungsstock nur dann in Anteile Offener Immobilienfonds anlegen, wenn die Rückgabe der Anteile mindestens alle sechs Monate möglich ist. Kleinere Versicherungsunternehmen und Pensionskassen setzen dabei oft auf Publikumsfonds, da sie die übliche Mindestgröße für eine Spezialfondsanlage nicht erreichen. Die jetzt geplanten Neuregelungen für Immobilien-Publikumsfonds erscheinen für diese Anleger wenig passend und vor allem zu unflexibel. Zumindest dann, wenn professionelle Anleger in einem Fonds „unter sich“ sind und keine typischen Privatanleger betroffen werden, sollten deshalb auch andere Ausgestaltungen möglich sein. Der Gesetzgeber gibt damit eine Antwort auf die Frage, wo die bisherigen Großanleger in Offenen Immobilienfonds künftig Investitionsmöglichkeiten finden können, ohne die Interessen der Privatanleger zu beeinträchtigen.

### **3. Rückwirkung für Bestandsanleger**

Laut dem Regierungsentwurf soll für Bestandsanleger die Vermutung gelten, dass die Haltefrist bereits abgelaufen ist. Für die – nach unserem Vorschlag – daran anschließenden Jahre zwei und drei, in denen eine Rücknahme nur mit Abschlägen möglich ist, muss dies ebenso gelten, um krisenverschärfende Anteilrückgabewellen, verbunden mit weiteren Rücknahmeaussetzungen, im Zeitraum zwischen Beschlussfassung und Wirksamwerden der Neuregelungen zu vermeiden. Für Altanleger bedeutet der Rücknahmeabschlag in dieser Phase keinen „Halteanreiz“, sondern einen „Ausstiegsanreiz“. Das gilt auch für die nach unserem Vorschlag neu einzuführende Kündigungsfrist für nicht natürliche Personen als Anleger. Wir regen deshalb dringend an, Altanlegern einen umfassenden Bestandsschutz zu gewähren.

### **4. Rücknahmeaussetzung wegen Liquiditätsmangels**

Sehr problematisch scheint, dass bei wiederholten Aussetzungsphasen binnen fünf Jahren eine dritte Aussetzung zur zwingenden Auflösung des Fonds führen soll. Dem Interesse der Anleger wird dadurch nicht gedient. Dieser Passus sollte gestrichen werden.

Als eine im Sinne der Anleger möglichst interessengerechte Lösung für Rücknahmeaussetzungen halten wir ein Teilungsmodell, bei dem zwischen rückgabewilligen und bleibewilligen Anlegern differenziert wird, für am besten geeignet. Die im Regierungsentwurf geplanten Änderungen an den Regelungen zur Rücknahmeaussetzung lösen u. E. das grundsätzliche Dilemma nicht: Eine Minderheit rückgabewilliger Anleger kann einer Mehr-



heit von Anlegern, die den Fonds fortführen möchte, seine vollständige Auflösung aufzwingen. Dieses Problem wird durch die vorgesehenen Änderungen nicht beseitigt, sondern eher noch verstärkt. Das von uns vorgeschlagene Teilungsmodell löst diesen Konflikt im Interesse der Anleger.

## **5. Bewertungsturnus**

Der Regierungsentwurf koppelt die Häufigkeit der Immobilienbewertungen an die Häufigkeit der Anteilrücknahmen. Nimmt ein Fonds täglich Anteile zurück, sollen seine Immobilien monatlich bewertet werden. Schränkt ein Fonds die Rücknahme auf vier Termine jährlich ein, sollen auch seine Immobilien viermal jährlich bewertet werden, bei jährlicher Anteilrücknahme sollen die Immobilien ebenfalls jährlich neu bewertet werden. Die Bindung der Bewertungsfrequenz an die Häufigkeit der Rücknahmetermine erscheint nicht logisch, da auch Anleger, die ihre Anteile nicht zurückgeben möchten, Interesse an zeitnahen Bewertungen haben. Wir würden deshalb eine vierteljährliche Bewertungspflicht für alle Fonds (unabhängig von den Regelungen zur Rücknahme) für sachgerechter halten. Dabei sollte es sich um eine vollständige Bewertung pro Jahr handeln, die alle drei Monate überprüft wird. Abgesehen davon erscheint eine noch häufigere Bewertung aus Sicht der Praxis unter keinen Umständen sinnvoll.

## **6. Immobilien-Dachfonds**

Wenn für Offene Immobilienfonds Haltefristen und Kündigungsfristen eingeführt werden, bedarf es auch sachgerechter Regelungen für Immobilien-Dachfonds. Denn diese würden einerseits als Anleger den Fristen unterliegen, während der Entwurf andererseits keinerlei Einschränkung für die Rückgabemöglichkeiten der Dachfondsanleger vorsieht. Hier sollte ein gewisser Gleichlauf vorgesehen werden.

## **7. WpHG: Abgestimmte Einführung von Produktinformationsblatt und Key Investor Document**

Das neue "Produktinformationsblatt" für Finanzinstrumente soll bei Investmentfonds durch das "Key Information Document" (KID) gemäß der EU-Fondsrichtlinie ersetzt werden. Da das hier behandelte Gesetz bereits im ersten Halbjahr 2011 in Kraft treten dürfte und das KID auf jeden Fall später in Deutschland eingeführt werden wird, droht ein Übergangszeitraum ohne klare Regelung. Um das zu vermeiden, sollte das Inkrafttreten der beiden Regelungen aufeinander abgestimmt werden.

## II. Anmerkungen im Einzelnen

### Zu Artikel 3: Änderung des Investmentgesetzes

#### § 37 InvG: Ausgabe neuer Anteile auch bei Aussetzung

Wir regen an, § 37 Abs. 3 wie folgt zu formulieren:

*„Die Bundesanstalt kann anordnen, dass die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme der Anteile auszusetzen hat, wenn dies im Interesse der Anleger erforderlich ist; die Bundesanstalt soll die Aussetzung der Rücknahme anordnen, wenn die Kapitalanlagegesellschaft bei einem Immobilien-Sondervermögen im Fall des Absatzes 2 Satz 1 die Aussetzung nicht vornimmt oder im Fall des § 81 der Verpflichtung zur Aussetzung nicht nachkommt. **Absatz 2 Satz 2 ist nur auf eine Aussetzung gemäß Absatz 2, Absatz 2 Satz 4 ist auch auf eine Aussetzung gemäß § 81 entsprechend anzuwenden.**“*

Die momentane Formulierung ließe den Schluss zu, dass im Falle einer Anordnung der Bundesanstalt, gemäß § 81 InvG die Aussetzung der Anteilrücknahme zu erklären, § 37 Absatz 2 Satz 2 Anwendung finden würde. Dann wäre während der Rücknahmeaussetzung auch die Ausgabe von neuen Anteilen verboten. Gemäß § 81 ist die Ausgabe von Anteilen jedoch weiterhin möglich, weil dem Fonds dadurch ja gerade neue liquide Mittel zufließen können. Es ist kein Grund ersichtlich, weshalb das anders sein sollte, wenn die Aussetzung gemäß § 81 aufgrund einer Anordnung durch die Bundesanstalt erfolgt.

#### § 78 InvG: Keine Ausschüttungspflicht für außerordentliche Erträge

Wir regen an, bei dieser Vorschrift zwischen ordentlichen und außerordentlichen Erträgen zu unterscheiden, und in Anlehnung an die mit der BaFin abgestimmten Muster-Vertragsbedingungen wie folgt zu formulieren:

*„(1) Die Vertragsbedingungen müssen vorsehen, dass die Erträge des Sondervermögens mit Ausnahme von Veräußerungsgewinnen und Eigengeldverzinsung für Bauvorhaben, soweit sie sich in den Grenzen der ersparten marktüblichen Bauzinsen hält, ausgeschüttet werden. Veräußerungsgewinne und Eigengeldverzinsung können ebenfalls ausgeschüttet werden, soweit die Vertragsbedingungen dies vorsehen.*

***(2) Die Erträge des Sondervermögens dürfen insoweit nicht ausgeschüttet werden, als sie für künftige Instandsetzungen von Vermögensgegenständen des Sondervermögens erforderlich sind. Wenn die Vertragsbedingungen dies vorsehen, können bis zu 50 Prozent der Erträge gemäß Abs. 1 Satz 1 zum Ausgleich von Wertminderungen der Vermögensgegenstände des Sondervermögens einbehalten werden.“***

Geplant ist eine Ausschüttungsverpflichtung für Immobilien-Publikumsfonds in Höhe von mind. 50 Prozent „der vollen Erträge“ (vgl. Gesetzesbegründung). Diese Verpflichtung würde der momentanen Praxis entsprechen, da zumindest alle breit vertriebenen Fonds ausschüttend sind. Die Gesetzesformulierung sollte jedoch unbedingt zwischen ordentlichen und außerordentlichen Erträgen unterscheiden. Diese Trennung findet sich bereits in § 43 Abs. 4 Nr. 6 InvG. Nach dieser Vorschrift müssen die Vertragsbedingungen für ordentliche und außerordentliche Erträge jeweils getrennt regeln, ob ausgeschüttet wird oder nicht.

Ordentliche Erträge sind im Wesentlichen die laufenden Mieteinnahmen. Sie werden nach unserer Kenntnis bei allen breit vertriebenen Immobilien-Publikumsfonds ausgeschüttet. Außerordentliche Erträge sind vor allem die Veräußerungsgewinne, die einmalig anfallen, wenn eine Immobilie mit Gewinn verkauft wurde. Nach den mit der BaFin abgestimmten Vertragsbedingungen gilt für die außerordentlichen Gewinne, dass der Fonds diese Gewinne ganz oder teilweise ausschütten kann, aber nicht muss. Wenn die Kapitalanlagegesellschaft es z. B. für sinnvoller hält, solche Gewinne in neue Immobilien zu investieren oder als Liquidität vorzuhalten, weil sie etwa mit Mittelabflüssen rechnet, kann sie dies in der jährlichen Ausschüttungsrechnung des Fonds entsprechend festlegen.

Eine Ausschüttungsverpflichtung wäre nur bzgl. der ordentlichen Erträge sachgerecht, nicht aber bzgl. der außerordentlichen. Mit jährlichen Ausschüttungen aus Mieteinnahmen in etwa gleichbleibender Höhe darf der Anleger rechnen. Veräußerungsgewinne aus Verkäufen von Immobilien in einzelnen Geschäftsjahren sind dagegen außerordentliche Vorgänge, die sich nicht zwingend nur bei der nächsten Ausschüttung auswirken sollten. Insbesondere während einer Rücknahmeaussetzung wäre es widersinnig, wenn ein Fonds Immobilien verkaufte, um Liquidität zu schaffen, die dabei erzielten Gewinne aber nicht für Rücknahmen verwenden dürfte, weil er sie für die nächste Ausschüttung zurückstellen müsste.

## § 79 InvG: Vierteljährliche Bewertungspflicht

Wir schlagen vor, in § 79 Abs. 1 keine neuen Sätze anzufügen, sondern stattdessen die §§ 79 und 70 wie folgt zu ändern:

### § 79 Abs. 1 Satz 3:

*„Der Wert der Vermögensgegenstände im Sinne des § 67 Abs. 1 und 2 ist nach Ablauf von **drei Monaten** erneut zu ermitteln, **der Wert der Vermögensgegenstände im Sinne des § 68 Abs. 1 ist nach zwölf Monaten neu zu ermitteln; die Bewertungsstichtage für die einzelnen Vermögensgegenstände sollen gleichmäßig verteilt werden.**“*

### § 70 Abs. 2 Satz 2:

*„Der Sachverständigenausschuss bewertet die Vermögensgegenstände nach Maßgabe **des § 67** nach Erwerb der Beteiligung an der Immobilien-Gesellschaft **mindestens einmal vierteljährlich, der Abschlussprüfer bewertet die Vermögensgegenstände nach § 68 mindestens einmal jährlich.**“*

Der Regierungsentwurf koppelt die Häufigkeit der Immobilienbewertungen an die Häufigkeit der Anteilrücknahmen. Je nachdem, wie oft ein Fonds Anteile zurücknimmt, soll der Bewertungsturnus für seine Immobilien zwischen monatlich und jährlich liegen. Dies erscheint nicht logisch, da auch Anleger, die ihre Anteile nicht zurückgeben möchten, Interesse an zeitnahen Bewertungen haben können. Die Wertfestsetzung für die Fondsimmobilen fließt in die Anteilpreisberechnung ein, die unabhängig von der Häufigkeit der Rücknahme täglich erfolgen darf. Der Anteilpreis ist u. a. ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für den Börsenpreis, wenn Anteile im Freiverkehr gehandelt werden. Wir würden deshalb eine vierteljährliche Bewertungspflicht für alle Fondsimmobilen (unabhängig von den Regelungen zur Rücknahme) für sachgerechter halten. Diese Frequenz entspräche den Standards der internationalen Rechnungslegung.

Die Sachverständigenkosten, die letztlich die Anleger zu tragen haben, werden durch häufigere Bewertungen steigen. Um die Mehrbelastung in einem vertretbaren Rahmen zu halten, sollte in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass nicht jeder Bewertungstermin mit einer Besichtigung der Immobilie und einer kompletten Bestandsaufnahme durch die Sachverständigen verbunden sein muss. Für eine vollumfängliche Bewertung halten wir einen jährlichen Turnus weiterhin für sachgerecht. Bei den in einem Abstand von 3 Monaten folgenden Terminen sollten sich die Sachverständigen daher

auf eine Überprüfung der zugrundeliegenden Annahmen beschränken. Wertschwankungen binnen weniger Monate beruhen in aller Regel nicht auf Veränderungen der Immobilie selbst, sondern lediglich auf Änderungen der Marktverhältnisse. Diese Änderungen können die Bewertungssachverständigen präzise einschätzen, ohne eine komplette Neubewertung der Objekte vorzunehmen. Einzelheiten des Verfahrens könnten in der Mustergeschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse geregelt werden.

Häufigere Bewertungen sind nur dann sinnvoll, wenn sie für alle Fondsimmobilien gleichermaßen vorgesehen werden. Der Regierungsentwurf sieht jedoch nur bei den direkt gehaltenen Objekten eine höhere Bewertungsfrequenz vor, die indirekt über Immobiliengesellschaften gehaltenen Objekte sollen nach wie vor jährlich bewertet werden. Diese Unterscheidung scheint willkürlich und wird auch nicht dadurch beseitigt, dass die Beteiligungen an Immobiliengesellschaften häufiger bewertet werden sollen. Denn solange die Immobilie in der Gesellschaft ihren Wert behält, kann sich auch der Wert der Beteiligung nicht wesentlich ändern. Wird dagegen die Immobilie in der Gesellschaft öfter bewertet, so fließen diese Wertänderungen in den Fondspreis ein, ohne dass die Beteiligung ihrerseits neu bewertet werden müsste (vgl. § 28 Abs. 7 InvRechBewV). Wenn die angedachte Neuregelung ihren Zweck erfüllen soll, müsste an dieser Stelle gesetzestechnisch nachgebessert werden.

Schließlich regen wir an, das Erfordernis einer zeitlich verteilten Bewertung der verschiedenen Vermögensgegenstände einfacher zu formulieren. Die Regelung, die der Regierungsentwurf hierzu enthält, ist u. E. sehr komplex und schwer verständlich. Bestehen bei einem Fonds erhebliche Wertunterschiede zwischen den einzelnen Immobilien („große“ und „kleine“ Objekte), würde die jetzige Regelung sogar dazu führen, dass größere Objekte über den eigentlich vorgesehenen Turnus hinaus mehrfach bewertet werden müssten. Eine allgemeine Anforderung, dass die Bewertungen gleichmäßig verteilt werden sollen, wäre ausreichend, um den in der Gesetzesbegründung beschriebenen Zweck zu erreichen.

### **§ 80 InvG: Redaktionelle Klarstellung**

Gemäß der Gesetzesbegründung handelt es sich nur um eine redaktionelle Klarstellung. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich die Berechnung der Mindestliquidität nicht verändert, d. h. dass insbesondere die gebundenen Mittel i. S. d. Abs. 2 auch künftig nicht abzuziehen sind.

**§ 80c InvG: - Keine Koppelung der Anteilausgabe an Rückgabetermine**  
**- Haltefrist auf 12 Monate festsetzen**  
**- Kumulation der 5.000 Euro Rücknahmebeträge**  
**- Schaffung von Publikumsfonds nur für institutionelle Anleger**

a) Wir schlagen vor, Abs. 2 Satz 2 wie folgt zu formulieren:

*„In den Fällen des Satzes 1 **können** die Vertragsbedingungen vorsehen, dass neue Anteile nur zu den in den Vertragsbedingungen festgelegten Rücknahmeterminen ausgegeben werden.“*

Es gibt keinen Grund dafür, dass mit der Anteilrücknahme zwingend auch die Anteilausgabe auf bestimmte Termine beschränkt werden soll. Letztere Beschränkung sollte ebenfalls nur als Kann-Regelung ausgestaltet werden. In der Begründung ist ausgeführt, dass nur zu den Rücknahmeterminen eine hinreichend aktuelle Bewertung der Fondsimmobilien vorliege. Die Bewertung der einzelnen Objekte soll jedoch zeitlich verteilt erfolgen, und der neue § 79 Abs. 1 will diese Verteilung gerade sicherstellen. Die Quote „frischer“ Bewertungen wird daher zu jedem Zeitpunkt annähernd gleich sein.

b) Weiter regen wir an, Abs. 3 und 4 wie folgt zu fassen:

*„(3) Anteilrückgaben sind, soweit sie 5.000 Euro pro Monat für einen Anleger übersteigen, bei Immobilien-Sondervermögen erst nach Ablauf einer Mindesthaltefrist von **12 Monaten** möglich. **Der in Satz 1 genannte Betrag kann für bis zu 6 Monate in einer Summe zurückverlangt werden.** ...*

*(4) Soweit Anteilrückgaben 5.000 Euro pro Monat für eine natürliche Person als Anleger übersteigen, sind sie nach Ablauf der Mindesthaltefrist gemäß Absatz 3 für weitere zwölf Monate nur mit einem Rücknahmeabschlag von **5 Prozent** auf den Anteilwert und anschließend für weitere zwölf Monate nur mit einem Rücknahmeabschlag von **2,5 Prozent** zulässig; Absatz 3 Satz 2 bis 4 gilt entsprechend. Soweit Anteilrückgaben 5.000 Euro pro Monat für eine nicht natürliche Person als Anleger übersteigen, sind sie nach Ablauf der Mindesthaltefrist gemäß Absatz 3 nur zulässig, wenn mindestens zwölf Monate zuvor eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft abgegeben wird; § 116 Satz 4 bis 6 gilt entsprechend. Abweichend von Satz 2 können die Vertragsbedingungen vorsehen, dass eine Rückgabe mit einem Rücknahmeabschlag von mindestens 10*

*Prozent zulässig ist, wenn die Rückgabeerklärung nicht fristgerecht abgegeben wird. Die Rücknahmeabschläge nach Satz 1 und 3 müssen im Sondervermögen verbleiben. Unbeschadet der Sätze 1 bis 4 können die Vertragsbedingungen zusätzliche befristete oder unbefristete Rücknahmeabschläge vorsehen.“*

Die „harte“ Phase der Haltefrist, in der über die monatlichen Freibeträge hinaus keine Rückgaben möglich sind, sollte für alle Anleger auf ein Jahr verkürzt werden. Dies ist unseres Erachtens ausreichend, um Immobilien-Publikumsfonds für kurzfristige „Geldparker“ uninteressant zu machen. Im Folgenden sollte differenziert werden zwischen natürlichen Personen und institutionellen Anlegern. Für natürliche Personen erscheint das Konzept einer anschließenden „weichen“ Halteperiode, während der Anteile nur unter Inkaufnahme von Abschlägen zurückgegeben werden können, angemessen. Damit wird Privatanlegern die langfristige Natur des Fondsinvestments verdeutlicht. Nicht natürliche Personen sollten anschließend einer Kündigungsfrist unterworfen werden, die als „harte“ Frist ausgestaltet werden kann oder hohe Rückgabeabschläge als Sanktion für die Nichteinhaltung vorsieht. Damit wird gewährleistet, dass die Kapitalanlagegesellschaft – unabhängig von der Haltedauer institutioneller Investoren – nicht durch unerwartete hohe Rückgaben dieser Anlegergruppe überrascht werden kann.

Die Freibeträge, für die während der geplanten Haltefristen Anteile zurückgegeben werden können, sollten über einen längeren Zeitraum kumuliert werden können. Denn es soll künftig möglich sein, die Anteilrücknahme auf halbjährliche oder gar jährliche Termine zu beschränken. Bei einer Stückelung von 5.000 Euro pro Monat ohne die Möglichkeit der Kumulierung würden Anleger von Fonds mit selteneren Rücknahmetermeninen ohne sachlichen Grund benachteiligt. Sie könnten z. B. bei einem halbjährlichen Rücknahmetermin nur für 5.000 Euro Anteile zurückgeben (mehr dürften sie ja nicht im selben Monat), während Anleger von Fonds mit täglicher oder wöchentlicher Rücknahme in einem halben Jahr insgesamt 30.000 Euro abziehen könnten.

Die im Regierungsentwurf vorgesehenen Rücknahmeabschläge von 10 Prozent bzw. 5 Prozent erscheinen für Privatanleger zu hoch angesetzt. Der gesetzgeberische Zweck wird hier bereits mit wesentlich geringeren Quoten erreicht. Zum einen sollen die Abschläge die verbleibenden Anleger für zusätzliche An- und Verkaufskosten entschädigen, die dem Fonds dadurch entstehen können, dass manche Anleger bereits nach 2 oder 3 Jahren ihre Anteile wieder zurückgeben. Diese Position dürfte mit 5 Prozent bzw. 2,5

Prozent Abschlag regelmäßig abgedeckt sein. Zum anderen sollen die Abschläge auch in den Jahren 2 und 3 einen Halteanreiz geben. Dieses Ziel kann ebenfalls mit niedrigeren Quoten erfüllt werden. Typischerweise sind bei Offenen Immobilienfonds stetige, aber moderate Wertsteigerungen zu beobachten. Daher kann ein Abschlag von 2,5 Prozent im dritten Jahr die Gesamtrendite für den Anleger bereits merklich schmälern. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass Privatanleger in der Regel bereits einen Ausgabeaufschlag in Höhe von 5 Prozent gezahlt haben. Dieser wirkt sich ebenfalls als Halteanreiz aus.

Schließlich sollten Anleger, die während der Haltefrist in eine Notsituation geraten und gezwungen sind, ihre Anteile früher als geplant zurückzugeben, nicht mit zu hohen Abschlägen belastet werden.

c)

Ferner schlagen wir vor, § 80c um folgenden Abs. 5 zu ergänzen:

**„(5) Die Absätze 3 und 4 gelten nicht für Immobilien-Sondervermögen, deren Anteile ausschließlich an nicht natürliche Personen oder an professionelle Kunden sowie geeignete Gegenparteien im Sinne des § 31a des Wertpapierhandelsgesetzes ausgegeben und nicht öffentlich vertrieben werden. Die Vertragsbedingungen von Sondervermögen im Sinne des Satzes 1 können Mindesthaltefristen oder Kündigungsfristen, auch kombiniert, von jeweils bis zu 24 Monaten, oder Rücknahmeabschläge vorsehen. Abweichend von § 37 kann die Kapitalanlagegesellschaft durch individuelle Vereinbarung mit Anlegern von Sondervermögen im Sinne des Satzes 1 deren Anspruch auf Rücknahme von Anteilen einschränken. Abweichend von § 79 Absatz 1 Satz 3 und § 70 Abs. 2 Satz 2 muss die Bewertung von Vermögensgegenständen im Sinne des § 67 Absatz 1 und 2 mindestens alle zwölf Monate erfolgen.“**

Für Immobilien-Publikumsfonds, die sich ausschließlich an professionelle Anleger richten, bedarf es einer Sonderregelung, die flexibler ist als einige der auf den Schutz von Kleinanlegern ausgerichteten neuen Vorschriften. Derartige Fonds existieren in beträchtlichem Umfang und werden unter anderem deshalb benötigt, weil zum Beispiel Family Offices und fondsgebundene Lebensversicherungen nicht in Immobilien-Spezialfonds anlegen dürfen. Mit der flexibleren Ausgestaltung reiner Profi-Fonds dürfte für diese Investorengruppe auch der Anreiz sinken, in Fonds zu investieren, die in erster Linie für Kleinanleger konzipiert sind.

Immobilien-Publikumsfonds für professionelle Anleger sollten keinen zwingenden Halte- oder Kündigungsfristen unterliegen. Stattdessen sollten für diese Investorengruppe individuelle Fristen oder Abschläge verbindlich in den Verträgen mit einzelnen Anlegern geregelt werden können. Die Bewertung der Immobilien muss bei diesen Fonds wie bisher mindestens einmal jährlich erfolgen. Häufigere Bewertungen können in den Vertragsbedingungen geregelt werden. Die hier geregelte Investorengruppe ist in der Lage, die Regelungen der einzelnen Fonds bzgl. dieser Punkte zu erfassen und auf Augenhöhe mit der Kapitalanlagegesellschaft darüber zu verhandeln. Sie ist auch in der Lage, das Risiko von Rücknahmeaussetzungen vor dem Hintergrund der vereinbarten Rücknahmebeschränkungen einzuschätzen.

**§ 81 InvG: - Teilungsmodell für haltewillige Anleger**  
**- Kein automatisches Erlöschen des Verwaltungsrechts**  
**- Weiterführen der Auszahlungspläne auch bei Rücknahmeaussetzung**

**a)**

Der § 81 InvG in seiner momentanen Form ist nicht geeignet, um in Phasen mit starken Mittelabflüssen einen fairen Ausgleich zwischen den Anlegern zu schaffen, die ihre Gelder möglichst schnell aus dem Fonds abziehen möchten, und denjenigen, die langfristig in dem Fonds investiert bleiben möchten. Diesen grundsätzlichen Konflikt adressiert auch die geplante Neuregelung nicht. Der Regierungsentwurf hält an dem Prinzip fest, dass eine zahlenmäßige Minderheit von Anlegern, die Gelder abziehen wollen, einer Mehrheit von bleibewilligen Anlegern in letzter Konsequenz die Auflösung des gesamten Fonds diktieren kann. In diesem Fall können alle Anleger, auch diejenigen, die ihre Anteile gar nicht zurückgeben möchten, Wertverluste erleiden. Eine wirkliche Reform setzt u. E. voraus, dass dieses Problem angegangen wird. Wir haben bereits anlässlich des im Frühjahr veröffentlichten Diskussionsentwurfes detaillierte Vorschläge für ein Teilungsmodell gemacht, mit dem eine Rücknahmeaussetzung wegen Liquiditätsmangels durch gezielte Unterscheidung zwischen rückgabewilligen und bleibewilligen Anlegern aufgelöst werden kann. Entsprechende Vorschläge für eine allen Interessen gerecht werdende Durchführung stellen wir gerne zur Verfügung. Diesen Ansatz halten wir nach wie vor für sachgerecht.

Nur für den Fall, dass an dem bestehenden Entwurf zu § 81 InvG im Wesentlichen festgehalten wird, regen wir hilfsweise Folgendes an:

**b)**

Die neuen Absätze 1 bis 4 sehen einen gestuften Verlauf der Rücknahmeaussetzung derart vor, dass zunächst Immobilien zu angemessenen Bedingungen verkauft werden dürfen, dann mit bis zu 10 Prozent Abschlag vom Verkehrswert und dann mit bis zu 20 Prozent Abschlag. Das erscheint nicht konsequent, da der unbestimmte Rechtsbegriff der „angemessenen Bedingungen“ nach h. M. bereits Abschläge von bis zu 10 Prozent oder 20 Prozent vom Verkehrswert umfassen kann. Aus der Begründung lässt sich jedoch entnehmen, dass „angemessene Bedingungen“ künftig gleich gesetzt werden soll mit einem Abschlag von <10 Prozent vom Verkehrswert. Offen bleibt jedoch, wo die Grenze für „angemessene Bedingungen“ dann genau liegen soll: 9,5 Prozent Abschlag? 5 Prozent Abschlag?

Da in den Absätzen 2 und 3 mit festen Obergrenzen für die Abschläge vom Verkehrswert gearbeitet wird, wäre es konsequent, auch in Absatz 1 statt der „angemessenen Bedingungen“ eine feste Quote einzuführen. Dies scheint auch deshalb sinnvoll, weil der Begriff der „angemessenen Bedingungen“ in § 81a Abs. 2 nochmals verwendet wird, dort aber eine andere Bedeutung haben soll. Laut der Begründung soll er an dieser Stelle Abschläge auf den Verkehrswert von bis zu 20 Prozent abdecken.

**c)**

Wir schlagen vor, Absatz 4 Satz 1 wie folgt zu formulieren:

*„Reichen auch zu den Rücknahmetermeninen gemäß Absatz 3 Satz 3 die Bankguthaben und die liquiden Mittel gemäß § 80 Absatz 1 nicht aus, **ist die Kapitalanlagegesellschaft verpflichtet, die Verwaltung dieses Immobilien-Sondervermögens zu kündigen.**“*

Der Regierungsentwurf sieht ein automatisches Erlöschen des Verwaltungsrechtes der Kapitalanlagegesellschaft vor, wenn für einen Fonds zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Aussetzung erklärt werden müsste. Diese Regelung ist unverhältnismäßig und sollte gestrichen werden. Sie würde dazu führen, dass auch bei zwei sehr kurzen Aussetzungsphasen binnen fünf Jahren eine dritte Aussetzung zur zwingenden Auflösung des Fonds führt. Im Extremfall müsste ein Fonds, der in Jahr 1 und 2 für jeweils eine Woche die Rücknahme ausgesetzt hatte, aufgelöst werden, wenn am Ende von Jahr 5 nochmals eine kurzfristige Aussetzung notwendig wird.

Zudem wird nicht unterschieden zwischen Rücknahmeaussetzungen gemäß § 81 (wegen Liquiditätsmangels) und gemäß der allgemeineren Regel des

§ 37 Abs. 2. Selbst Aussetzungen aus Gründen, die nicht speziell mit Immobilienfonds zu tun haben (Beispiel 11. September) könnten dazu führen, dass ein Fonds zwingend aufgelöst werden muss. Dies kann nicht im Interesse der Anleger sein.

Die Vorschrift ist auch unnötig, weil ein „Drehtüreffekt“ im Sinne von kurzfristiger Wiederaufnahme der Anteilrücknahme und anschließender Wiederaussetzung bereits durch andere Neuregelungen verhindert wird. Denn gemäß Abs. 4 Satz 2 gilt eine Aussetzungsphase nur dann als unterbrochen, wenn mehr als 3 Monate lang wieder Anteile zurückgenommen werden.

Für den Fall, dass eine Rücknahmeaussetzung nach 2,5 Jahren nicht beendet werden kann, schlagen wir statt eines automatischen Verlustes des Verwaltungsrechts das normale Kündigungsverfahren gemäß § 38 Abs. 1 vor. Der neue § 81a beschäftigt sich mit diesem Kündigungsverfahren bei Immobilienfonds und regelt den Zeitraum zwischen Kündigungserklärung der Kapitalanlagegesellschaft und Übergang des Verwaltungsrechts auf die Depotbank neu. Es wäre im Interesse der Anleger, wenn diese Phase auch durchlaufen wird, falls ein Fonds infolge von dauerhaftem Liquiditätsmangel aufgelöst werden muss.

Die Depotbank könnte sich auf die Übernahme der Verwaltung vorbereiten, und die Kapitalanlagegesellschaft könnte bereits mit dem Verkauf der Fondsimmobilen beginnen. Bei Übergang des restlichen Immobilienbestandes auf die Depotbank würden dann weniger Grunderwerbsteuer, entsprechende ausländische Steuern und ausländische Gewinnsteuern zu Lasten des Fonds anfallen. Die Auflösung würde insgesamt nicht verzögert, sondern eher beschleunigt.

**d)**

Wir schlagen vor, folgende Absätze an den § 81 anzufügen:

***„(5) Die Vertragsbedingungen des Immobilien-Sondervermögens können vorsehen, dass Rücknahmeverlangen im Rahmen von Auszahlplänen, die bereits vor der Verweigerung der Rückzahlung gemäß Absatz 1 bestanden, von der Verweigerung ausgenommen werden. Auszahlpläne im Sinne dieses Absatzes sind Verträge zwischen natürlichen Personen als Anlegern und der Kapitalanlagegesellschaft oder einer anderen depotführenden Stelle, in denen sich die Kapitalanlagegesellschaft oder die andere depotführende Stelle verpflichtet, dem Anleger***

**gegen Rückgabe von Anteilen gemäß § 37 Absatz 1 regelmäßig einen bestimmten Geldbetrag ausbezahlen.**

***(6) In den Fällen des Absatzes 5 dürfen während der Verweigerung der Rückzahlung pro Auszahlplan monatlich nur Anteile im Wert von bis zu 5.000 Euro oder bis zu einem geringeren, in den Vertragsbedingungen vorgesehenen Betrag zurückgenommen werden. Sieht der Auszahlplan häufigere oder seltenere als monatliche Auszahlungen vor, verringert oder erhöht sich der in Satz 1 genannte Betrag entsprechend. Die Kapitalanlagegesellschaft darf Auszahlpläne nur bedienen, sofern und solange die verbleibenden Mittel zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung ausreichen und sogleich zur Verfügung stehen.“***

Nach dem Wortlaut des § 81 Absatz 1 wird die Entscheidung über die Rücknahmeaussetzung grundsätzlich gegenüber jedem Anleger individuell getroffen. Daher erachtete es die Kommentarliteratur bereits in der Vergangenheit z. B. für zulässig, kleinere Rücknahmeaufträge auszuführen und nur größere Orders zurückzustellen. Die Neuregelung sieht nun ausdrücklich vor, dass die Kapitalanlagegesellschaft während der Aussetzung solche Anteilrücknahmen weiter bedienen kann, die auf einem bereits bestehenden Auszahlplan einer natürlichen Person als Anleger beruhen.

Aufgrund ihrer vergleichsweise wertstabilen Entwicklung eignen sich OIFs insbesondere auch als Vermögensbasis für Auszahlpläne zur Ergänzung der gesetzlichen Rente. Damit OIFs als Anlageprodukte nachhaltiges Vertrauen als Altersvorsorgeinstrument behalten, ist es wesentlich, dass OIFs auch in einer Phase der Rücknahmeaussetzung für Rentner ihre Altersvorsorgeergänzungsfunktion behalten. Es ist gerade für die Rentenphase wichtig, dass OIFs hier Verlässlichkeit ermöglichen.

Entscheidet sich die Kapitalanlagegesellschaft, die weitere Bedienung von Auszahlplänen in den Vertragsbedingungen vorzusehen, ist sie daran gebunden und hat insoweit kein Ermessen mehr. Sie darf die Bedienung der Auszahlpläne mit den vorgesehenen Beträgen nur dann verweigern, sofern die gleichzeitige ordnungsgemäße Bewirtschaftung des Fondsvermögens nicht mehr möglich wäre. Die Beträge, die voraussichtlich zur Weiterbedienung der Auszahlpläne notwendig werden, sind bei der Entscheidung, ob und wann eine Rücknahmeaussetzung vorzunehmen ist, mit zu berücksichtigen.

Die Neuregelung bezieht sich ausschließlich auf Auszahlpläne, die bereits vor der Aussetzung der Rücknahme vereinbart wurden. Damit ist ausgeschlossen, dass Anleger derartige Pläne erst während der Aussetzung zu Umgehungszwecken neu abschließen. Der Anleger bzw. dessen depotführende Stelle tragen die Beweislast dafür, dass bereits vor der Aussetzung der Rücknahme ein Auszahlplan bestand.

Der neue Absatz 6 regelt ferner, dass die Pläne während der Aussetzung nicht in unbegrenzter Höhe bedient werden, sondern betragsmäßig begrenzt auf höchstens 5.000 Euro pro Plan und Monat. Falls eine andere als die monatliche Zahlungsweise vereinbart wurde, erhöht bzw. verringert sich die Summe entsprechend. Der Betrag entspricht der Freigrenze, die auch in § 80c während der Haltefrist vorgesehen ist. Auszahlpläne mit untypisch hohen Raten kommen nicht vollumfänglich in den Genuss der Ausnahmeregelung. Absatz 3 verhindert auch, dass Anleger mit bestehenden Auszahlplänen eine extreme Erhöhung der Raten vereinbaren, um ihre gesamten Anlagen in dem Fonds mit einer „Auszahlrate“ abzuziehen.

### **§ 145 InvG: Angemessene Übergangsfristen**

Wir schlagen vor, § 145 Abs. 4 wie folgt zu fassen:

*„Auf die am <einsetzen: Tag des Inkrafttretens nach Artikel 7 Absatz 1> bestehenden Immobilien-Sondervermögen dürfen die §§ 37, 78, 79, 80, 80c, 80d und 81 in der bis zum <einsetzen: Datum der Verkündung des Gesetzes> geltenden Fassung noch bis zum 31. Dezember **2012** und müssen die §§ 81a und 81b erst ab dem 1. Januar **2013** angewendet werden. Soweit Anleger Anteile vor Änderung der Vertragsbedingungen zum Zwecke der Anpassung an das Gesetz in der ab dem <...> geltenden Fassung erworben haben, **gelten die Halte- und Rückgabefristen des § 80c Absatz 3 und 4 als erfüllt.**“*

Der bislang vorgesehene Übergangszeitraum von nur ca. 9 Monaten ab Inkrafttreten des Gesetzes reicht nicht aus, um bei den depotführenden Stellen die technischen Anpassungen vorzunehmen, die zur Kontrolle der in § 80c geplanten Haltefristen, Kündigungsfristen und Freibeträge notwendig sind. Eine Verlängerung der Übergangsfrist ist daher dringend geboten.

Gemäß dem Regierungsentwurf soll bei Umstellung der Vertragsbedingungen auf das neue Recht für Bestandsanleger die Vermutung gelten, dass die Haltefrist des § 80c Abs. 3 bereits abgelaufen ist. Für die – nach unserem



Vorschlag – daran anschließenden Jahre zwei und drei, in denen eine Rücknahme nur mit Abschlägen möglich ist, muss dies ebenso gelten, um krisenverschärfende Anteilrückgaben, verbunden mit weiteren Rücknahmeaussetzungen, im Zeitraum zwischen Beschlussfassung und Wirksamwerden der Neuregelungen zu vermeiden. Für Altanleger bedeutet der Rücknahmeabschlag in dieser Phase keinen „Halteanreiz“, sondern einen „Ausstiegsanreiz“. Das gilt auch für die neu einzuführende Kündigungsfrist bei nicht natürlichen Personen als Anlegern. Wir regen deshalb dringend an, Altanlegern einen umfassenden Bestandsschutz zu gewähren.

Dies scheint auch mit Blick auf praktische Probleme gerechtfertigt: Wenn private Bestandsanleger während der zwei Jahre nach der Umstellung der Vertragsbedingungen Anteile für mehr als 5.000 Euro monatlich ohne Abschlag zurückgeben wollen, müssten sie nach dem Regierungsentwurf beweisen, dass sie ihre Anteile schon vier Jahre ( nach unserem Vorschlag drei Jahre) oder länger halten (§ 80c Abs. 4 Satz 2 i. V. m. Abs. 3 Satz 2 und 3). Dieser Nachweis könnte sich schwierig gestalten, weil er sich auf einen Zeitraum bezieht, in dem weder die Anleger noch die depotführenden Stellen wussten, dass später einmal eine Kontrolle der Haltedauer nötig sein wird. Es findet also eine faktische Rückwirkung statt. Für Zeiträume, die vor dem Inkrafttreten der neuen Regelungen liegen, könnten deshalb nicht alle depotführenden Stellen willens und in der Lage sein, die Anleger mit den erforderlichen Nachweisen auszustatten.

## **Zu Artikel 1: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes**

### **§ 31 WpHG i. V. m. Artikel 7 Inkrafttreten und zeitliche Abstimmung**

Wir schlagen vor, Art. 7 Abs. 2 um folgenden Satz 2 zu ergänzen:

***„Artikel 1 Nr. 5 a) tritt bezüglich Anteilen an Investmentvermögen im Sinne des § 2 Absatz 1 am <einsetzen: Datum, ab dem gemäß §§ 145 und 146 des Investmentgesetzes in der Fassung des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG wesentliche Anlegerinformationen gemäß § 42 Abs. 2 bis 2c des Investmentgesetzes in der eben genannten Fassung zu erstellen sind> in Kraft.“***

Die Neufassung des § 31 Abs. 3 WpHG sieht vor, dass bei einer Anlageberatung betreffend Investmentfonds das „Key Information Document“ (KID) gemäß der EU-Fondsrichtlinie als das erforderliche Informationsblatt gilt.



Diese Regelung halten wir durchaus für sachgerecht, regen jedoch an, das Inkrafttreten der verschiedenen gesetzlichen Änderungen zu koordinieren.

Ab wann die Kapitalanlagegesellschaften für ihre Fonds einen KID zu erstellen haben, wird das OGAW IV-Umsetzungsgesetz festlegen. Die OGAW-IV-Richtlinie sieht eine Übergangsfrist bis Mitte 2012 vor, so dass die KID-Pflicht in Deutschland jedenfalls erst nach Verkündung des hier behandelten Gesetzes greifen dürfte. Bis dahin muss für die Fonds laut EU-Vorgaben ein vereinfachter Verkaufsprospekt, sozusagen das Vorgängermodell des KID, erstellt werden.

Die Neufassung des § 31 Abs. 3 WpHG lässt derzeit offen, wie zu verfahren ist, solange der KID im Investmentgesetz noch nicht eingeführt ist. Müsste für die Fonds schon ein KID erstellt werden, obwohl er im deutschen Recht gar nicht vorgesehen ist? Muss oder darf ein sonstiges Informationsblatt erstellt werden? Es sollte auf jeden Fall vermieden werden, dass beim Vertrieb von Fondsanteilen übergangsweise der vereinfachte Verkaufsprospekt und zusätzlich ein neues Informationsblatt verwendet werden müssen, nur um anschließend für dieselben Produkte den KID anzubieten. Dies würde die Anleger verwirren und verunsichern.

Wir schlagen deshalb vor, das Inkrafttreten des neuen § 31 Abs. 3 WpHG in Bezug auf Anteile von Investmentfonds an den Zeitpunkt zu koppeln, ab dem laut Investmentgesetz ein KID erstellt werden muss. Bis dahin sollte nach wie vor nur der vereinfachte Prospekt verwendet werden.

Diese Regelung wäre auch geeignet, mögliche Konflikte des neuen § 31 Abs. 3 WpHG mit der OGAW-Richtlinie auszuräumen. Solche Konflikte könnten auftreten, wenn ausländische OGAW-Fonds bereits ab Frühjahr 2011 für den Vertrieb in Deutschland ein Informationsblatt bzw. einen KID erstellen müssten, obwohl sie laut EU-Vorgaben erst Mitte 2012 zwingend einen KID vorweisen müssen.

### **§ 31d WpHG: Vermutungsregeln zur Verbesserung der Anlageberatung**

Wir schlagen vor, § 31d Abs. 4 WpHG nicht aufzuheben.

Der Absatz stellt die Vermutung auf, dass Zuwendungen eines Dritten an einen Anlageberater zur Verbesserung von dessen Dienstleistung geeignet sind, sofern die Anlageberatung unvoreingenommen erfolgt. Anders als in



der Gesetzesbegründung ausgeführt, sehen wir europarechtliche Vorgaben für diese Regelung.

Mit dem Absatz soll Erwägungsgrund 39 der MiFID-Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG umgesetzt werden. (vgl. Begründung zum Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/4028). In dem Erwägungsgrund ist ausgeführt:

„Für die Zwecke der Bestimmungen dieser Richtlinie über Anreize sollte davon ausgegangen werden, dass die Annahme einer Provision durch eine Wertpapierfirma im Zusammenhang mit einer Anlageberatung oder mit allgemeinen Empfehlungen eine qualitative Verbesserung der Anlageberatung gegenüber dem Kunden bezweckt, sofern die Beratung bzw. die Empfehlungen trotz der Annahme der Provision unvoreingenommen erfolgen.“

Zwar müssen Erwägungsgründe von den Mitgliedstaaten nicht ausdrücklich umgesetzt werden. Jede EU-Richtlinie ist aber mit Blick auf die Wertungen umzusetzen und auszulegen, die sich in ihren Erwägungsgründen finden. Auch der Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) verweist in seinem Bericht „Inducements: Report on good and poor practices“ (CESR/10-295) auf den Erwägungsgrund 39. Als Beispiel für eine „good practice“, bei der die Annahme der Zuwendung eine qualitative Verbesserung bezweckt, führt CESR ausdrücklich den Fall der Zuwendung im Rahmen der Anlageberatung auf. Mit der Streichung des § 31d Abs. 4 würde sich der deutsche Gesetzgeber gegen die Wertung des Richtliniengebers stellen.

Es ist auch nicht nachvollziehbar, warum eine Vermutung abgeschafft werden soll, die laut der Gesetzesbegründung „kaum widerlegt werden kann“. Eine Vermutung kann dann nicht widerlegt werden, wenn sie zutrifft. Wenn aber die Vermutung des § 31d Abs. 4 bisher in den meisten Fällen zutraf, ist es gerade nicht nötig, der Finanzbranche künftig für jeden Einzelfall eine Nachweispflicht aufzuerlegen.

Frankfurt, im November 2010