

## **BVI<sup>1</sup>-Position zum Entwurf einer Formulierungshilfe zur Änderung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) hinsichtlich der Einführung von Liquiditätstools zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland**

Wir unterstützen ausdrücklich die Initiative, über eine Formulierungshilfe zur Änderung des KAGB zusätzliche Liquiditätstools für offene Fonds einzuführen. Es ist sinnvoll, mehr Werkzeuge zu haben, um Liquidität bei einer Anlegerflucht aus offenen Fonds besser steuern zu können.

Nach umfangreichen Auswertungen der IOSCO<sup>2</sup> hat das Ausland derzeit deutlich mehr vorzuweisen. Dort haben sich flexible Steuerungsmodule bewährt, wie Anteilrückgaben zu begrenzen („Redemption Gates“), zusätzliche Rückgabefristen zu vereinbaren oder die durch Anteilrückgaben verursachten Transaktionskosten an Anleger weiterzugeben („swing pricing“). In Deutschland sind wir bei offenen Wertpapierfonds bislang auf Ausgabe-/Rückgabegebühren und die Aussetzung der Rücknahme beschränkt. Zusätzliche Instrumente wie Halte- und Kündigungsfristen greifen nur bei offenen Immobilienfonds. Mit dem Gesetzentwurf werden in Deutschland ergänzende Steuerungsmöglichkeiten geschaffen, um auf kurzfristige Liquiditätsengpässe besser reagieren zu können. Damit kommt der deutsche Gesetzgeber den Empfehlungen<sup>3</sup> des FSB zu den strukturellen Schwachstellen im Asset Management sowie den von der IOSCO veröffentlichten Prinzipien<sup>4</sup> zum Liquiditätsmanagement nach, Liquiditätsinkongruenzen bei offenen Fonds zu begegnen und angemessene Anleitungen zur Verwendung solcher Instrumente an die Hand zu geben. Auch der ESRB setzt sich in seinen Anfang 2018 veröffentlichten Empfehlungen<sup>5</sup> dafür ein, Regeln für den Einsatz von Liquiditätsmanagementtools zu erlassen und dabei die Rolle der zuständigen Aufsichtsbehörden festzulegen, um die Auswirkungen auf die Finanzstabilität beurteilen zu können.

Wir begrüßen, dass der Entwurf an der Eigenverantwortung der Fondsgesellschaften festhält, für ein angemessenes Liquiditätsmanagement Sorge zu tragen und selbst zu entscheiden, ob Swing Pricing, Rückgabefristen oder Rücknahmebeschränkungen bei offenen Fonds eingesetzt werden. Durch die besonderen Offenlegungspflichten wird dem Anlegerschutz Rechnung getragen. Nachbesserungsbedarf sehen wir bei der Frist der Rücknahmebeschränkung sowie bei der Veröffentlichung des modifizierten Nettoinventarwertes beim Swing Pricing.

Ebenso begrüßenswert ist der prinzipienorientierte Ansatz, der in der praktischen Umsetzung und Anwendung der Regeln allerdings einige Fragen offen lässt. Wir regen daher an, im Nachgang der Gesetzgebung an dem vorausgegangenen Dialog mit der BaFin anzuknüpfen und mit allen Betroffenen zu diskutieren, wie der neue Werkzeugkasten in Deutschland angemessen umgesetzt werden kann.

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 112 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

<sup>2</sup> Vgl. Tabelle 2 unter folgendem Link: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>3</sup> <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.

<sup>4</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>.

<sup>5</sup>

[https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation180214\\_ESRB\\_2017\\_6.en.pdf?723f0fa99b1e8886e651e4950d2a55af](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation180214_ESRB_2017_6.en.pdf?723f0fa99b1e8886e651e4950d2a55af).

Im Detail schlagen wir folgende Änderungen am Gesetzentwurf vor:

- **Zu Artikel 5 (Änderung des KAGB) Nr. 2: Definition von Swing Pricing (§ 1 Abs. 19 Nr. 34a KAGB-E)**

Wir bitten, § 1 Abs. 19 Nr. 34a KAGB-E wie folgt zu fassen:

*„34a. Swing Pricing ist eine Methode zur Berücksichtigung der durch den Überschuss an Rückgabe- ~~und~~ **oder** Ausgabeverlangen von Anteilen oder Aktien verursachten Transaktionskosten bei der Berechnung des Nettoinventarwertes. Bei der Berechnung des Nettoinventarwertes werden die durch den Netto-Überschuss an Rückgabe- oder Ausgabeverlangen von Anteilen oder Aktien verursachten Transaktionskosten mit einbezogen (modifizierter Nettoinventarwert). Swing Pricing kann als dauerhafte Maßnahme vorgesehen werden, die bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien zur Anwendung kommt (vollständiges Swing Pricing), oder als Maßnahme, die erst bei Überschreiten eines zuvor festgelegten Schwellenwertes des Netto-Überschusses greift (teilweises Swing Pricing).“*

Begründung:

Hierbei handelt es sich um eine redaktionelle Änderung.

- **Zu Artikel 5 (Änderung des KAGB) Nr. 7: Rückgabefrist (§ 98 Abs. 1a Satz 1 KAGB-E)**

Wir bitten, § 98 Abs. 1a Satz 1 KAGB-E wie folgt zu fassen:

*„(1a) In den Anlagebedingungen kann vorgesehen werden, dass die Rückgabe von Anteilen durch eine **vom Anleger einseitig** unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft unter Einhaltung einer in den Anlagebedingungen festgelegten Rückgabefrist erfolgen muss, die höchstens einen Monat betragen darf. [...]“*

Begründung:

Dieser Vorschlag soll klarstellen, dass ein Anleger im Einvernehmen mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft seinen Rückgabewunsch wieder zurückziehen kann.

- **Zu Artikel 5 (Änderung des KAGB) Nr. 7: Rücknahmebeschränkung (§ 98 Abs. 1b Satz 2 KAGB-E)**

Wir bitten, in § 98 Abs. 1b Satz 2 KAGB-E die Beschränkung der Rücknahme der Anteile von bislang höchstens fünf auf eine angemessene Frist (z. B. 15 Arbeitstage) zu verlängern. Wie die Gesetzesbegründung ausführt, sollten in der Regel einige Tage für eine Beschränkung der Anteilsrücknahme ausreichend sein, um in Abgrenzung zur Aussetzung der Anteilsrücknahme entsprechende Liquidität für die Bedienung von Anteilsrückgaben zu beschaffen. Fünf Arbeitstage halten wir dennoch für zu kurz, da aufgrund der Volatilität der Märkte nicht immer davon ausgegangen werden kann, dass innerhalb dieser Frist Liquidität wieder in geordneten Bahnen verfügbar ist. Dies gilt umso mehr, als IOSCO in ihrem finalen Bericht<sup>6</sup> zu den guten Praktiken für Liquiditätstools und auch andere Länder in Europa (z. B. Luxemburg, Irland oder dem Vereinigten Königreich), die bereits Redemption Gates einsetzen, keine entsprechende Frist vorsehen.

---

<sup>6</sup> IOSCO, Final Report, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, FR02/2018, February 2018.



▪ **Zu Artikel 5 (Änderung des KAGB) Nr. 17 a): Anlagebedingungen (§162 Abs. 2 Nr. 4 KAGB-E)**

Wir bitten, § 162 Abs. 2 Nr. 4 wie folgt zu fassen:

*„4. unter welchen Voraussetzungen, zu welchen Bedingungen und bei welchen Stellen die Anleger die Rücknahme, gegebenenfalls den Umtausch der Anteile oder Aktien von der Verwaltungsgesellschaft verlangen können; ob und unter welchen Voraussetzungen die Rücknahme und gegebenenfalls der Umtausch der Anteile oder Aktien beschränkt werden kann sowie ~~den Verfahrensablauf und~~ die maximale Dauer einer solchen Beschränkung; Voraussetzungen, unter denen die Rücknahme und gegebenenfalls der Umtausch der Anteile oder Aktien ausgesetzt werden kann;“*

Begründung:

Der Verfahrensablauf für die Beschränkung der Rücknahme von Anteilen oder Aktien sollte allein im Verkaufsprospekt beschrieben werden, wie dies bereits in § 165 Abs. 2 Nr. 22 KAGB-E vorgesehen ist. Eine zusätzliche Aufnahme in den Anlagebedingungen halten wir für entbehrlich, da diese bereits die konkreten Voraussetzungen dieser Maßnahmen nebst Dauer beschreiben müssen. Anderenfalls hätte jede Änderung des Verfahrensablaufes eine Anpassung der Anlagebedingungen zur Folge, die von der BaFin genehmigt werden muss.

▪ **Artikel 5 (Änderung des KAGB) Nr. 19: Modifizierter Nettoinventarwert beim Swing Pricing (§ 168 Abs. 1a KAGB-E)**

Wir bitten, § 168 Abs. 1a KAGB-E wie folgt zu fassen:

*„(1a) Falls die Kapitalverwaltungsgesellschaft von der Möglichkeit des Swing Pricing Gebrauch macht, ist zusätzlich zum Nettoinventarwert der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu berechnen. Die Vorgaben der §§ 170, 212, 216 Absatz 7, des § 217 Absatz 3 Satz 1 sowie des § 297 Absatz 2 Satz 1 gelten für den modifizierten Nettoinventarwert entsprechend **mit der Maßgabe, dass anstelle des Nettoinventarwertes nur der modifizierte Nettoinventarwert veröffentlicht oder bekanntgegeben wird.**“*

Begründung:

Macht eine Kapitalverwaltungsgesellschaft vom Swing Pricing Gebrauch, muss sie durch den Verweis in Satz 2 auf die weiteren KAGB-Vorschriften zusätzlich zum Nettoinventarwert (NAV) auch den modifizierten NAV veröffentlichen und bekannt geben. Wir halten eine Veröffentlichung des nicht modifizierten NAV für kontraproduktiv. Sinn und Zweck des Swing Pricing ist es, für den Anleger immer nur einen NAV zu ermitteln, in diesem Fall den modifizierten NAV. Unser Änderungsvorschlag stellt daher klar, dass anstelle des NAV nur der modifizierte NAV veröffentlicht und bekannt gegeben werden muss. Die Möglichkeit, die Berechnung des modifizierten NAV anhand des nicht modifizierten NAV zu überprüfen, bleibt durch die Vorgabe in Satz eins unberührt, wonach auch der nicht modifizierte NAV berechnet werden muss.

\*\*\*\*\*