

BVI¹-Stellungnahme zur BaFin-Konsultation 07/2015
Entwurf eines FAQ zur Anlage von Eigenmitteln gemäß § 25 Absatz 7 KAGB
Geschäftszeichen WA 41-Wp 2137-2013/0025

Die gesetzlich vorgeschriebenen Mindesteigenmittel sollen sicherstellen, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften ihre Aufgaben kontinuierlich und regelmäßig erbringen sowie die mit ihrer Tätigkeit verbundenen potenziellen (Berufshaftungs-)Risiken abdecken können. Den Kapitalverwaltungsgesellschaften kommt damit beim Vorhalten und der Anlage ihrer Mindesteigenmittel eine besondere Verantwortung zu, die sie sorgfältig wahrnehmen und die bislang auch den strengen Prüfungen durch die Abschlussprüfer standgehalten hat. So hat insbesondere die vom BVI im vergangenen Jahr im Auftrag der BaFin erfolgte Umfrage im Mitgliederkreis ergeben, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften ihre Mindesteigenmittel vollumfänglich in liquide Mittel investieren und regelmäßig wesentlich höhere Eigenmittel als das gesetzlich geforderten Mindestmaß vorhalten.

Der Entwurf eines FAQ soll die in § 25 Abs. 7 KAGB genannten Anforderungen konkretisieren. Danach hat eine Kapitalverwaltungsgesellschaft ihre Eigenmittel entweder in liquiden Mitteln zu halten oder in Vermögensgegenstände zu investieren, die kurzfristig unmittelbar in Bankguthaben umgewandelt werden können und keine spekulativen Positionen enthalten. Angesichts der Ergebnisse der Umfrage im vergangenen Jahr halten wir einen FAQ lediglich zur Beantwortung ausgewählter Einzelfragen der gesetzlichen Vorgaben in § 25 Abs. 7 KAGB grundsätzlich nicht für zielführend. Vor allem vermissen wir eine generelle Klarstellung, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften ihre Möglichkeiten zur Anlage des eigenen Vermögens auf Grundlage ihrer intern festzulegenden Richtlinien unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben frei bestimmen können, um so ggf. flexibel auf bestimmte Marktereignisse reagieren zu können. Insbesondere in Zeiten des aktuellen Niedrigzinsumfeldes müssen auch Investitionsmöglichkeiten offen stehen, die eine „Substanzwahrung“ der bisherigen Eigenmittel sicherstellen.

Der aufgrund des FAQs in der Gesamtschau als allein zulässig erscheinende Anlagekatalog spiegelt diesen Ansatz nicht vollständig wieder. Es sollte daher ausdrücklich klargestellt werden, dass die dort genannten zulässigen Anlagemöglichkeiten nur Beispiele sind und anhand der Umstände des konkreten Einzelfalls auch immer besondere Konstellationen berücksichtigt werden müssen. Dies betrifft beispielsweise die von einzelnen Kapitalverwaltungsgesellschaften bislang als Beimischung anerkannten Investitionen in Termingelder, die eine längere Laufzeit als die im FAQ vorgesehenen drei Monate haben. Wir bedanken uns daher an dieser Stelle für den von Ihnen in den bisherigen Gesprächen signalisierten Ansatz, für diese Einzelfälle pragmatische Lösungen finden zu wollen.

Unsere nachfolgenden konkreten Anmerkungen möchten wir auf die vorgeschlagenen Auslegungsansätze beschränken, wann Investitionen in Vermögensgegenstände kurzfristig unmittelbar in Bankguthaben umgewandelt werden können und keine spekulativen Positionen enthalten. Die Festlegung pauschalierter Grenzen in der Aufsichtspraxis wird dabei regelmäßig nicht den unterschiedlichen Kapitalmarktsituationen gerecht werden, so dass eine flexiblere Ausgestaltung wünschenswert wäre.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 90 Mitglieder verwalten über 2,6 Billionen Euro in OGAWs, AIFs und Vermögensverwaltungsmandaten.

Mit der Interessenvertretung der Mitglieder engagiert sich der BVI für bessere Rahmenbedingungen für die Investmentanleger. Die Mitgliedsgesellschaften des BVI betreuen direkt oder indirekt das Vermögen von rund 50 Millionen Menschen in rund 21 Millionen Haushalten.

1. Frage 5: Wann liegt eine „Kurzfristigkeit“ vor?

Wir bitten um Klarstellung, dass die Drei-Monats-Grenze als Regelbeispiel anzusehen ist, an dem sich die Kapitalverwaltungsgesellschaften grundsätzlich orientieren sollten.

Bei der gesetzlichen Anforderung in § 25 Abs. 7 KAGB „*kurzfristig in Bankguthaben umwandelbar*“ handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff. Es sollte daher von den Umständen des Einzelfalls (z. B. Umfang der einzelnen Investition) abhängen, welche Vermögenswerte kurzfristig in Bankguthaben umwandelbar sind. Außerdem sind Fälle denkbar, in denen kurzfristiger Liquiditätsbedarf der Kapitalverwaltungsgesellschaft trotz längerfristig angelegter Termingelder durch vertragliche Garantiezusagen im Konzernverbund abgesichert sein könnte.

In diesem Zusammenhang bitten wir ferner um Klarstellung, dass Liquiditätsanlagen im konzerninternen Cash-Pool zulässige Investitionen im Sinne von § 25 Abs. 7 KAGB sind, soweit über das jeweilige Guthaben kurzfristig verfügt werden kann. Diese bislang auch von den Abschlussprüfern anerkannte und regelmäßig genutzte Option sollte unbedingt erhalten bleiben. Zur Klarstellung schlagen wir folgende Formulierung vor:

„Eine kurze (Rest-)Laufzeit liegt auch dann vor, wenn Forderungen aus Guthaben im Rahmen eines konzerninternen Cash Pooling kurzfristig fällig gestellt werden können.“

Wie bereits einleitend ausgeführt, gibt es ggf. bei einzelnen Kapitalverwaltungsgesellschaften individuellen Klarstellungsbedarf, soweit diese die Drei-Monats-Grenze bei den bestehenden Eigenmittelanlagen derzeit nicht durchgängig einhalten. Sind Kapitalverwaltungsgesellschaften beispielsweise aktuell in Termingelder mit längeren (Rest-)Laufzeiten investiert, sollte die Anforderung im FAQ für diese Fälle nicht generell dazu führen, zusätzlich Eigenmittel aufnehmen zu müssen. Vielmehr sehen wir es als sachgerecht an, dies anhand der Umstände des Einzelfalls in Abstimmung mit dem für sie zuständigen Fachreferat bei der BaFin zu beurteilen.

Darüber hinaus leitet der Entwurf die Drei-Monats-Grenze aus den Rechnungslegungsstandards IAS 7.6 und 7 sowie DRS 2.18 und für Zahlungsmitteläquivalente ab, woran sich die Aufsichtspraxis mangels europäischer Vorgaben orientieren soll. Wir halten diesen Ansatz zur Auslegung von KAGB-Vorschriften generell für nicht geeignet und eher irreführend. Wir bitten daher, den Verweis auf diese Standards zu streichen. Denn diese Standards formulieren Grundsätze, wie ein Mutterunternehmen gemäß § 297 Abs. 1 HGB eine Kapitalflussrechnung für den Konzernabschluss aufzustellen hat. Diese gelten nicht für Kapitalverwaltungsgesellschaften. Beide Standards erläutern den Begriff der Zahlungsäquivalente als „*als Liquiditätsreserve gehaltene, kurzfristige, äußerst liquide Finanzmittel, die jederzeit in Zahlungsmittel umgewandelt werden können und nur unwesentlichen Wertschwankungen unterliegen*“. Die in diesen Rechnungslegungsstandards definierten Voraussetzungen sind damit nicht identisch mit denen, die § 25 Abs. 7 KAGB vorschreibt, und mit diesen auch nicht vergleichbar. Insbesondere ist der Begriff der Zahlungsäquivalente angesichts einer vom Geschäftsmodell einer Kapitalverwaltungsgesellschaft grundlegend abweichenden Risikosituation eines Mutterunternehmens in einem viel engeren Kontext einzuordnen als dies § 25 Abs. 7 KAGB fordert.

Unklar ist an dieser Stelle auch, ob der im Entwurf des FAQ genannte Standard DRS 2.18 oder der im vergangenen Jahr aktualisierte Standard DRS 21.9 als Orientierung dienen soll. Der Standard DRS 2.18 geht noch davon aus, dass „*in der Regel*“ eine Restlaufzeit von drei Monaten bestehen sollte, wohingegen der aktualisierte Standard nur noch eine Restlaufzeit von maximal drei Monaten zulässt.

2. Frage 8: In einem Vermögensgegenstand enthaltene „spekulative Positionen“

Gemäß dem Entwurf des FAQs soll eine spekulative Position immer dann anzunehmen sein, wenn ein Vermögensgegenstand in beträchtlichem Umfang gehebelt ist. Bei Anlagen in offenen Investmentvermögen gehen wir davon aus, dass diese jedenfalls dann nicht spekulativ sind, wenn sie Leverage in nicht beträchtlichem Umfang einsetzen. Wir bitten daher, zur Klarstellung im Absatz 1 unter Frage 8 folgenden Nachsatz aufzunehmen:

„Beispielsweise ist bei Anlagen in offene Investmentvermögen nicht von einer spekulativen Position auszugehen, wenn diese keinen Leverage in beträchtlichem Umfang im Sinne von Art. 111 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 einsetzen.“

Soweit ein für die Eigenmittel investierter Vermögensgegenstand keine Hebelwirkung hat (also nach unserem Verständnis z. B. bei Fonds keine Leveragemethoden zum Einsatz kommen), soll nach den Ausführungen im Entwurf des FAQ auf das sonstige Verlustrisiko abgestellt werden, was anhand der Volatilität bewertet werden soll. Dabei verweist der Entwurf des FAQs auf die auf EU-Ebene in 2010 für OGAW-Fonds im „Synthetischen Risiko-Rendite-Indikator“ (SRRI) gemäß der EU-Verordnung 583/2010 (KID-Verordnung) verankerten Volatilitätsintervalle. Wir halten diesen Ansatz für viel zu restriktiv und empfehlen nachdrücklich die Streichung der Ausführungen zu dieser SRRI-Methodik sowie eine Klarstellung, dass es immer auf die Umstände des Einzelfalls ankommen muss.

Insbesondere ist die dem SRRI zugrunde liegende Volatilitäts-Methode in der Praxis und Wissenschaft² hoch umstritten. Zum einen wird sie nicht allen Marktumständen gerecht (z. B. keine Berücksichtigung veränderter Zinsstrukturkurven). Zum anderen beruht sie allein auf einer Fünf-Jahresvolatilität, die keine weiteren Zeithorizontinformationen zulässt. Volatilität ist jedoch in der Kapitalmarkttheorie lediglich eine Kennzahl, die über ein Schätzverfahren im Rahmen des Renditeprozesses die Verteilung der bislang erzielten Renditen schreibt. Das Schätzverfahren kann dabei in Abhängigkeit von bestimmten Annahmen variieren, was die dem SRRI zugrunde liegende Methode jedoch nicht angemessen berücksichtigt. Hinzu kommt, dass selbst bei einem Fünf-Jahresintervall die Volatilität – abhängig von den jeweiligen Marktentwicklungen – erheblichen Schwankungen unterworfen sein kann (z. B. sehr hohe oder sehr niedrige Volatilität). Darüber hinaus wurden die dem SRRI zugrunde liegenden Volatilitätsintervalle seinerzeit infolge des durch den EU-Regulator vorgegebenen hohen Zeitdruckes zur Umsetzung der OGAW-IV-Richtlinie ohne weitere empirische Untersuchungen pauschal und nach Meinung der Finanzindustrie viel zu eng festgelegt.

Schließlich ist es erst recht nicht akzeptabel, dass gemäß den Aussagen im Entwurf des FAQs die seinerzeit allein für OGAW-Fonds entwickelten Volatilitätsintervalle auf sämtliche Vermögensgegenstände übertragen werden sollen, die sich für die Eigenmittelanlage eignen könnten (z. B. auch börsennotierte Aktien, die wiederum gemäß den Antworten unter Frage 4 des Entwurfs des FAQs jedoch grundsätzlich als Eigenmittelinvestition geeignet sein sollen). Hier zeigt gerade die aktuelle Diskussion auf EU-Ebene um den Ausweis eines Risikoindicators für sog. PRIIPs³, dass die für OGAW-Fonds entwickelte SRRI-Methode auf Basis einer Fünf-Jahresvolatilität gerade nicht geeignet sein soll, das Verlustrisiko angemessen zu berücksichtigen. Unabhängig davon wäre auch der Aufwand für die einzelne Kapitalverwaltungsgesellschaft, jeden anderen Vermögensgegenstand anhand der SRRI-Methode zu prüfen, viel zu

² Z. B. Hübner (2010), Synthetic Risk and Reward Indicator (SRRI) and Investor Profiles, Gambit White Paper Series # 10404.

³ Technical Discussion Paper der ESAs, Risk, Performance Scenarios and Cost Disclosures in Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs), 23. Juni 2015, Ref.: JC DP 2015 01.



weitgehend. Die bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften hinterlegten Systeme sind hierfür jedenfalls nicht gerüstet und müssten entsprechendem Programmierungsaufwand unterzogen werden.

3. Redaktionelle Anmerkungen

a. Vorbehalt EU-rechtlicher Erläuterungen durch die ESMA

Wir bitten, den lediglich unter Frage 1 ausgeführten Vorbehalt anderweitiger Auslegungsansätze auf EU-Ebene in die Einleitung des FAQ zu überführen. Ein solcher Vorbehalt betrifft nicht nur die in Frage 1 genannte Definition der „liquiden“ bzw. „flüssigen“ Mittel, sondern alle im FAQ auf Grundlage des Art. 9 Abs. 8 AIFM-Richtlinie in § 25 Abs. 7 KAGB umgesetzten Anforderungen. Insbesondere ist nicht auszuschließen, dass die ESMA in ihrem FAQ zur Anwendung der AIFM-Richtlinie (Ref.: 2015/ESMA/630) noch Auslegungsansätze zu Art. 9 Abs. 8 AIFM-Richtlinie verankert wird.

b. Frage 4, Absatz 3

Rein redaktionell bitten wir, die Formulierung in Absatz 3 zu Frage 4 anzupassen. Dieser Absatz beschreibt nach unserem Verständnis Fallbeispiele zulässiger Vermögensgegenstände, die kurzfristig weiterveräußert werden können. Im Zusammenhang mit dem vorherigen Satz im Absatz 2 könnte Absatz 3 aber auch als Auflistung von Regelbeispielen für Vermögensgegenstände missverstanden werden, die der Entwurf nicht als ausreichend ansieht.