

# EUROPÄISCHES PARLAMENT

2004



2009

---

*Ausschuss für Wirtschaft und Währung*

VORLÄUFIG  
2007/0000(INI)

17.7.2007

## ENTWURF EINES BERICHTS

über Vermögensverwaltung II  
(2007/0000(INI))

Ausschuss für Wirtschaft und Währung

Berichtersteller: Wolf Klinz

PR\_INI

## INHALT

|  | <b>Seite</b> |
|--|--------------|
| ENTWURF EINER ENTSCHEIDUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS ..... | 3            |
| BEGRÜNDUNG .....   | 11           |

# ENTWURF EINER ENTSCHEIDUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS

## zu Vermögensverwaltung II (2007/0000(INI))

*Das Europäische Parlament,*

- unter Hinweis auf das Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarktrahmens für Investmentfonds (KOM(2006)0686),
- unter Hinweis auf die Richtlinien 2001/107/EG<sup>1</sup> und 2001/108/EG<sup>2</sup> des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG<sup>3</sup> betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte bzw. hinsichtlich der Anlagen der OGAW;
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente<sup>4</sup> (MiFID),
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2005/1/EG<sup>5</sup> des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. März 2005 zur Schaffung einer neuen Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung<sup>6</sup> (Pensionsfonds-Richtlinie),
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung<sup>7</sup> und die Richtlinie 2002/83/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. November 2002 über Lebensversicherungen<sup>8</sup>,
- unter Hinweis auf seine Entschließung vom 15. Januar 2004 zur Zukunft von Hedgefonds und derivativen Finanzinstrumenten<sup>9</sup>,
- unter Hinweis auf den Bericht der Expertengruppe für Vermögensverwaltung vom 7. Mai 2004 und die Berichte der Expertengruppe vom Juli 2006,

---

<sup>1</sup> ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 20.

<sup>2</sup> ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 35.

<sup>3</sup> Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 375 vom 31.12.1985, S. 3).

<sup>4</sup> ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

<sup>5</sup> ABl. L 79 vom 24.3.2005, S. 9.

<sup>6</sup> ABl. L 235 vom 23.9.2003, S. 10.

<sup>7</sup> ABl. L 9 vom 15.1.2003, S. 3.

<sup>8</sup> ABl. L 345 vom 19.12.2002, S. 1.

<sup>9</sup> ABl. C 92E vom 16.4.2004, S. 407.

- unter Hinweis auf das Gutachten des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) an die Kommission vom 26. Januar 2006 zur Erläuterung gewisser Definitionen bezüglich der als OGAW-Anlagen in Frage kommenden Vermögenswerte,
- unter Hinweis auf den Bericht über die Stabilität der globalen Finanzmärkte: Marktentwicklungen und Marktangelegenheiten, April 2007, Internationaler Währungsfonds<sup>1</sup>,
- unter Hinweis auf den EZB-Jahresbericht 2006, Kapitel 4: Finanzmarktstabilität und Finanzmarktintegration, April 2007<sup>2</sup>,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie<sup>3</sup>,
- unter Hinweis auf die CESR-Empfehlungen zu Anreizen im Rahmen der MiFID, CESR/07-228b, Mai 2007,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist<sup>4</sup>,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung<sup>5</sup> (IORP-Richtlinie),
- unter Hinweis auf den Vorschlag für eine Richtlinie (...) des Europäischen Parlaments und des Rates vom (...) betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (KOM(2007)0361),
- unter Hinweis auf die Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rates vom 8. Mai 2007,
- unter Hinweis auf den Bericht des Forums für Finanzmarktstabilität vom 19. Mai 2007 über Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation,
- unter Hinweis auf den Bericht der OECD-Lenkungsgruppe „Die Rolle privater Kapitalpools bei der Unternehmensführung: Die Rolle privater Kapitalanlagegesellschaften und „aktivistischer“ Hedgefonds,
- gestützt auf Artikel 45 seiner Geschäftsordnung,

---

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>

<sup>2</sup> <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006de.pdf>

<sup>3</sup> ABl. L 241 vom 2.9.2006, S. 26.

<sup>4</sup> ABl. L 345 vom 31.12.2003, S. 64.

<sup>5</sup> ABl. L 235, vom 23.9.2003, S. 10.

- in Kenntnis des Berichts des Ausschusses für Wirtschaft und Währung und der Stellungnahme des ..... (A6-0000/2007),
- A. in der Erwägung, dass das Europäische Parlament beabsichtigt, bei der Gestaltung eines stärker integrierten europäischen Marktes für Investmentfonds, der über die anstehende beschränkte Überarbeitung der Richtlinie 85/611/EWG in der insbesondere durch die Richtlinien 2001/107/EG und 2001/108/EG (OGAW-III-Richtlinie) geänderten Fassung hinausgeht, seine Rolle voll und ganz wahrzunehmen,
- B. in der Erwägung dass offene Immobilienfonds und Dach-Hedgefonds nicht in den OGAW-Rahmen fallen, wodurch die Vielfalt der für Privatanleger zugänglichen Anlageprodukte sowie die Anlagestrategien der OGAW eingeschränkt werden,
- C. in der Erwägung, dass die unterschiedlichen nationalen Regelungen für Privatplatzierungen eine Hürde für die grenzübergreifende Platzierung von Anlageprodukten darstellen, die sich an professionelle Anleger richten,
- D. in der Erwägung, dass unterschiedliche Offenlegungspflichten für OGAW und andere konkurrierende Anlageprodukte, unterschiedliche nationale Steuerbestimmungen für grenzübergreifende Fondsfusionen, Beschränkungen bei der Fondsverarbeitung sowie unterschiedliche Zuständigkeiten der Verwahrstellen ein Hindernis für die Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen, die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und die Konsolidierung des europäischen Fondsmarktes darstellen,
- E. in der Erwägung, dass es hinsichtlich der verschiedenen alternativen Anlagevehikel viele Fehlvorstellungen gibt und dass sich Instrumente wie Hedgefonds und Private-Equity-Fonds in ihrer Mittelaufnahme, den Zielsetzungen ihrer Anlagepolitik sowie in ihrer Managementkontrolle unterscheiden,

### ***Immobilienfonds und Dach-Hedgefonds***

1. bedauert, dass die Kommission der Frage der offenen Immobilienfonds und Dach-Hedgefonds keinen Vorrang eingeräumt hat;
2. fordert die Kommission auf, bei der Überarbeitung von OGAW III im Jahr 2008 Artikel 19 Absatz 1 der OGAW-III-Richtlinie, in dem die als Anlage in Frage kommenden Vermögenswerte geregelt sind, auf offene Immobilienfonds und gegebenenfalls Dach-Hedgefonds auszuweiten, und zwar insbesondere für den Fall, dass Hedgefonds-Indizes als Anlageform zugelassen werden;
3. ist der Auffassung, dass in einem zweiten Schritt offene Immobilienfonds und gegebenenfalls Dach-Hedgefonds als auf EU-Ebene regulierte Produkte in den Anwendungsbereich der OGAW-III-Richtlinie einbezogen werden sollten; betont, dass dies nicht dazu führen darf, dass die derzeit laufende Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie unterbrochen wird;

### ***Regelung für Privatplatzierungen***

4. fordert mit Nachdruck die Schaffung eines harmonisierten Rahmens für Privatplatzierungen auf EU-Ebene;
5. ist der Ansicht, dass die Regelung für Privatplatzierungen für alle offenen Investmentfonds gelten sollte, seien es (regulierte oder nicht regulierte) europäische Fonds oder Drittstaatenfonds;
6. ist davon überzeugt, dass es entscheidend darauf ankommt, zu bestimmen, wer Anlagegeschäfte tätigen darf; schlägt vor, dass die bereits bestehenden Anlegerkategorien der MiFID und der Prospekt-Richtlinie berücksichtigt werden; befürwortet eine breite Definition des versierten Anlegers; betont jedoch, dass es trotz der bereits bestehenden Gesetzgebung einige noch zu klärende Punkte gibt, wie etwa das Kriterium des Jahreseinkommens oder die Übertragungsbeschränkungen, die es dem versierten Anleger, der im Rahmen einer Regelung für Privatplatzierungen Anlagegeschäfte tätigen darf, verbieten, das fragliche Produkt an Privatanleger zu verkaufen;
7. schlägt vor, dass als erster Schritt bei der Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie im Jahr 2008 eine Ausnahme von der Meldepflicht für OGAW eingeführt werden sollte, wobei diese Ausnahme auf eine kleine Gruppe äußerst versierter Anleger beschränkt sein sollte, wie etwa die geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden im Sinne der MiFID;
8. ist der Ansicht, dass als zweiter Schritt die Regelung für Privatplatzierungen auf weitere Produkte ausgedehnt werden sollte und eine breitere Definition des versierten Anlegers sowie eine generelle Ausnahme von lokalen Vermarktungsvorschriften eingefügt werden sollte; fordert die Kommission auf, bis zum Sommer 2008 zu prüfen, ob gesetzgeberische Maßnahmen nötig sind oder ob die CESR-Leitlinien ausreichen;
9. ist davon überzeugt, dass ein europäischer Rahmen für Privatplatzierungsregelungen nur für grenzübergreifende Platzierungen gelten und keinen Vorrang vor bestehenden nationalen Vorschriften haben sollte, die auf innerstaatliche Privatplatzierungen anwendbar sind;

### ***Vertrieb und Gebühren***

10. ist der Auffassung, dass Provisionszahlungen eine angemessene Vergütungsmethode darstellen; hebt jedoch hervor, dass eine volle Offenlegung der Gebühren entscheidend dazu beiträgt, den Wettbewerb zu erhöhen und die Anleger in die Lage zu versetzen, fundiertere Entscheidungen zu treffen;

### ***Konkurrierende Produkte***

11. ist der Ansicht, dass die Offenlegungspflichten in Bezug auf die Kosten und Gebühren der Verkaufsstelle nicht nur für OGAW gelten sollten, sondern in gleicher Weise auch für alle konkurrierenden Produkte (d.h. Zertifikate, strukturierte Produkte, fondsgebundene Lebensversicherungen); erkennt jedoch an, dass es nicht möglich ist, eine vollständige Vergleichbarkeit der verschiedenen Kategorien von Anlageprodukten zu gewährleisten;

12. fordert in diesem Zusammenhang eine Überarbeitung des Rechtsrahmens für Vertrieb, Beratung und Verkauf von an Privatkunden gerichteten Anlageprodukten bis Ende 2008, insbesondere der anstehenden Solvenz-II-Richtlinie, der Richtlinie über Versicherungsvermittlung (2002/92/EG) und der OGAW-III-Richtlinie, damit gleiche Wettbewerbsbedingungen und ein einheitlicher Ansatz beim Anlegerschutz geschaffen werden;
13. fordert die Kommission auf, zu prüfen, inwieweit ein von der Branche selbst erstellter Verhaltenskodex, der dem Beispiel des nachbörslichen Sektors folgt, einen Beitrag zu mehr Gebührentransparenz leisten könnte;

#### *Hauseigene Fonds und Drittfonds*

14. begrüßt die vom CESR abgegebene Empfehlung, wonach Geldzahlungen bzw. nicht in Geldform angebotene Zuwendungen, die von einer juristischen Person innerhalb derselben Gruppe, die nur eigene Produkte (hauseigene Fonds) vertreibt, getätigt werden oder einer solchen gewährt werden, genauso behandelt werden sollten wie solche, die von einer anderen juristischen Person im Rahmen einer offenen Architektur getätigt werden oder einer solchen gewährt werden (Drittfonds)<sup>1</sup>.
15. fordert eine verstärkte Transparenz in der Wertschöpfungskette; erkennt an, dass die Rückverfolgung von Provisionszahlungen ein zeit- und kostenaufwändiges Verfahren ist; fordert daher die Fondsindustrie auf, zu prüfen, ob gemeinsame Standards für eine angemessene Dokumentation erforderlich sind, um den Zugang zu den Daten sicherzustellen;
16. fordert den CESR auf, im Jahr 2008 einen Bericht über die Auswirkung von Artikel 26 der MiFID-Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG auf die derzeitigen „Softing“- und „Bundling“-Vereinbarungen zu erstellen und zu prüfen, inwieweit ein gemeinsamer, EU-weiter Ansatz bei der Aufsicht für die Anleger Vorteile bringen würde;

#### *Zusammenspiel von OGAW und MiFID*

17. fordert die Kommission auf, mögliche Konflikte zwischen den Bestimmungen der OGAW-III-Richtlinie und den Bestimmungen der MiFID-Richtlinie in den Bereichen Vertrieb, Anreize und Verhaltensregeln für das Wertpapiergeschäft in ihrem Leitfaden zu lösen;

#### ***Besteuerung von grenzübergreifenden Fondsfusionen***

18. fordert die Kommission auf, im Jahr 2008 eine Richtlinie zur Besteuerung von Fondsfusionen vorzubereiten, die dem in den Richtlinien 90/434/EWG und 2005/56/EG verankerten Grundsatz der Steuerneutralität Rechnung trägt; hebt hervor, dass dabei nicht die Harmonisierung der Steuern im Mittelpunkt stehen darf, sondern darauf zu achten ist, dass inländische und grenzübergreifende Fusionen steuerneutral sind, wenn ein Anleger seine Anlage vor und nach der Fusion im Fonds belässt;

---

<sup>1</sup> CESR-Empfehlung Nr. 1 über Anreize im Rahmen von MiFID, Mai 2007

19. ist der Überzeugung, dass die Steuerneutralität aus praktischen Gründen zunächst nur für Fusionen von OGAW gelten sollte und erst zu einem späteren Zeitpunkt für alle anderen Fonds;

### ***Anlagepolitik und Risikomanagement***

20. bedauert, dass die gegenwärtige Ausgestaltung der Anlagestrategien dazu geführt hat, dass Vermögenswerte wie Dach-Hedgefonds oder offene Immobilienfonds nicht in den Bereich der zulässigen Anlageformen fallen, wohingegen der CESR für relativ volatile und weniger transparente Vermögenswerte wie etwa Hedgefonds-Indizes eine Zulassung in Erwägung zieht;
21. ist der Auffassung, dass eine Definition der in Frage kommenden Vermögenswerte und eine Festlegung von Anlagelimits keine Garantie für die Qualität des Investment-Managements darstellen und privaten Anlegern gar ein falsches Gefühl der Sicherheit vermitteln könnten; schlägt daher vor, eine Abkehr vom normativen Ansatz hin zu einem prinzipienorientierten Ansatz, der auf das Aktiv-Passiv-Management gestützt ist, als eine komplexere Form der Risikodiversifizierung in Erwägung zu ziehen; unterstreicht, dass die Aufnahme einer grundlegenden Diskussion über einen solchen Wechsel nicht zu Verzögerungen bei der laufenden Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie führen darf;
22. erwartet jedoch, dass die Kommission im Rahmen der 2008 anstehenden Überarbeitung der OGAW-Richtlinie klarstellt, welche Risikomanagementsysteme bei komplexen und welche bei nicht komplexen OGAW zur Anwendung kommen sollten, und ferner prüft, ob Änderungen an den Grundsätzen des Risikomanagements und der Aufsicht in Angriff genommen werden sollten - so etwa in Bezug auf die Pflicht zur Zulassung durch eine Aufsichtsbehörde oder durch Klarstellung der Rolle der Verwahrstellen bei der Aufsicht über das Anlagegeschäft;

### ***Fondsverarbeitung***

23. begrüßt Initiativen wie die von der „European Fund and Asset Management Association“ (EFAMA) eingesetzte Gruppe für die Standardisierung der Fondsverarbeitung oder die Eurofi; ist der Auffassung, dass die Kommission eingreifen sollte, falls die Branche bis Ende 2009 keine wesentlichen Fortschritte bei der Anwendung der elektronischen und standardisierten Fondsverarbeitung erzielt hat;
24. weist auf die Schwierigkeiten hin, mit denen sich kleine und mittlere Fondsvertreiber sowie Fondsvertreiber mit begrenzter grenzüberschreitender Tätigkeit bei der Umstellung auf automatisierte und standardisierte Lösungen konfrontiert sehen;

### ***Verwahrstellen***

25. bedauert, dass nicht alle Mitgliedstaaten den Zweigniederlassungen von europäischen Kreditinstituten erlauben, als Verwahrstelle zu agieren, obwohl sie – im Einklang mit der europäischen Gesetzgebung über Finanzdienstleistungen – auf EU-Ebene geregelt sind; fordert daher die Kommission auf, im Rahmen der 2008 anstehenden

Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie die notwendigen legislativen Schritte einzuleiten, um es solchen Zweigniederlassungen zu ermöglichen, als Verwahrstelle zu agieren, sowie Wege für eine effektive aufsichtliche Zusammenarbeit aufzuzeigen;

26. ist der Auffassung, dass eine harmonisierte Definition der Aufgaben der Verwahrstellen zu einer besseren Verständigung und Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden beitragen und ein konsistentes Niveau des Anlegerschutzes in Europa gewährleisten könnte; ist sich jedoch der Schwierigkeiten bewusst, die mit dem Abbau nationaler Unterschiede einhergehen, insbesondere in Bezug auf das Eigentumsrecht, Haftungsbedingungen und Insolvenzschutzregelungen; fordert eine Analyse der rechtlichen Hürden, die einer Harmonisierung der Aufgaben der Verwahrstellen im Wege stehen;
27. betont, dass der „EU-Pass“ (einmalige Zulassung) für Verwahrstellen erst dann eingeführt werden sollte, wenn in Bezug auf die Rolle und Aufgaben der Verwahrstellen eine vollständige Harmonisierung erreicht worden ist; unterstreicht, dass vor einer Entscheidung das Zusammenspiel zwischen dem „EU-Pass“ für Verwahrstellen, dem „EU-Pass“ für Verwaltungsgesellschaften, dem Fonds und der Regulierungsbehörde sorgfältig geprüft werden muss;
28. ersucht die Kommission, zu prüfen, welche Auswirkungen eine breite Verwendung von strukturierten Produkten auf die Wirksamkeit der Aufsichtsfunktion der Verwahrstelle hat;

### ***Lamfalussy***

29. hebt hervor, wie wichtig es ist, auf der Grundlage des Inhalts und der Ziele der auf Stufe 1 erlassenen Rechtsvorschriften eine freie Wahl der Durchführungsmaßnahmen zu gewährleisten; fordert die Kommission auf, einen Basisrechtsakt auf Stufe 1 für den Gebrauch von Durchführungsrichtlinien und -verordnungen auf Stufe 2 vorzuschlagen;

### ***Hedge-Fonds***

30. weist darauf hin, dass die Aktivitäten von Hedge-Fonds erfahrungsgemäß zu einer höheren Marktliquidität, einer Streuung der Risiken, einem verstärkten Wettbewerb zwischen „Market Makers“ und Maklern sowie zu nützlichen Eigentumsanalysen führen, die sich in umfassenderen Informationen und einer effizienteren Preisgestaltung niederschlagen;
31. betrachtet die Transparenz und Offenlegung für die Anleger und Aufsichtsorgane als das wirksamste Mittel für einen solchen Ansatz und fordert in diesem Zusammenhang die Branche dringend auf, sich auf einen Verhaltenskodex zu einigen, der die Bereiche Portfoliobewertung, Risikomanagementsysteme, Transparenz der Gebührenstrukturen und verbesserte Auskünfte über Anlagestrategien abdeckt;
32. ist davon überzeugt, dass privaten Anlegern der Zugang zu Hedge-Fonds nicht von vornherein verwehrt werden sollte; unterstreicht, dass eindeutige Zulassungskriterien für Anleger sowie eine Regelung des Ausfallrisikos von entscheidender Bedeutung sind;

33. ist der Auffassung, dass Fragen der Finanzmarktstabilität auf globaler Ebene behandelt werden müssen, nämlich durch eine verstärkte Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden und Notenbanken im Rahmen internationaler Organe wie der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) sowie durch einen regelmäßigen Dialog zwischen Regierungen und Gesetzgebern;
34. ist der Auffassung, dass Hedge-Fonds zur Stärkung der Corporate-Governance-Praktiken beitragen können, indem sie die Anzahl der Anleger erhöhen, die von ihren Rechten als Anteilseigner aktiv und in Kenntnis der Sachlage Gebrauch machen; ist sich der Gefahr bewusst, dass manche Hedge-Fonds durch Instrumente wie zum Beispiel Wertpapierleihgeschäfte ihr Stimmengewicht ohne große Kosten vergrößern könnten; ist sich der Tatsache bewusst, dass Wertpapierleihgeschäfte nicht nur von Hedge-Fonds getätigt werden; schlägt vor, dass, wenn Anteile auf Rechnung von Anlegern gehalten werden, geliehene Aktien nicht an der Abstimmung teilnehmen, es sei denn die Stimmrechte werden nach Weisung des Verleihers ausgeübt;

### ***Private Equity***

35. ist der Auffassung, dass Private-Equity-Fonds nicht nur für große börsennotierte Unternehmen sondern auch für KMU eine wichtige Kapitalquelle für Neugründungen, Wachstum und Umstrukturierungen darstellen;
36. unterstreicht die Bedeutung der Transparenz für die Anleger und Aufsichtsbehörden in Bezug auf die Gebühren und die Mittelbeschaffung, insbesondere wenn damit eine Hebelwirkung für die finanzielle Lage des von der Börse genommenen Unternehmens und seiner Managementziele einhergeht, was vor allem bei der Umstrukturierung großer Unternehmen der Fall ist;
37. ist der Auffassung, dass eine Regelung des Ausfallrisikos sowie die Festlegung eindeutiger Kriterien für die Zulassung von Anlegern entscheidend sind, um die Risiken, denen private Anleger im Zusammenhang mit Private-Equity-Investments ausgesetzt sind, zu begrenzen;
38. erkennt an, dass die Auswirkungen auf die Beschäftigung in der Öffentlichkeit oft mit Besorgnis verfolgt werden; stellt fest, dass bisher keine Daten vorliegen, die konkrete Schlussfolgerungen über ihre Gesamtwirkung auf das allgemeine Beschäftigungsniveau zulassen;
39. beauftragt seinen Präsidenten, diese EntschlieÙung dem Rat und der Kommission zu übermitteln.

## BEGRÜNDUNG

### I. Bedeutung der Fondsindustrie

Die Fondsindustrie stellt nicht nur einen bedeutenden Teil des Finanzsystems dar, sondern trägt durch die Lenkung der Sparaufkommen in produktive Anlagen auch zur Stabilität des Wirtschafts- und Sozialsystems bei.

Den Eckpfeiler des EU-Rahmens für Investmentfonds bildet die OGAW-Richtlinie von 1985, die zur Entstehung eines großen und wachsenden Markts für Privatkunden-Fonds in der EU geführt hat. Gegenwärtig sind 6,213 Milliarden Euro in OGAW angelegt. Damit entfallen 78,9 % des europäischen Fondsmarkts auf dieses Segment<sup>1</sup>.

### II. Das Weißbuch

In ihrem im November 2006 veröffentlichten Weißbuch (KOM 2006/686) weist die Europäische Kommission darauf hin, dass die gegenwärtigen Bestimmungen der OGAW-Richtlinie den neuen Herausforderungen des Wettbewerbs und den sich verändernden Bedürfnissen der europäischen Anleger nicht mehr gerecht werden. Es sieht einen allmählichen Ausbau des derzeit bestehenden Rahmens durch eine gezielte Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie (Meldeverfahren, vereinfachte Prospekte, Pooling, Zusammenschlüsse, Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden) vor. Diese Überarbeitung wird im vorliegenden Bericht nicht behandelt, da das Parlament den anstehenden Vorschlag im Rahmen des normalen Mitentscheidungsverfahrens, das voraussichtlich Anfang 2008 eingeleitet wird, abändern wird. Der Berichtsteller möchte auf einige Bereiche eingehen, die zwar außerhalb der beschränkten Überarbeitung der OGAW-III-Richtlinie liegen, aber im Weißbuch behandelt werden, sowie auf Fragen, die von der Kommission nicht behandelt worden sind.

### III. Gegenstand des Berichts

#### 1. Nicht harmonisierte Privatkunden-Fonds

Das breite Spektrum von Nicht-OGAW-Fonds gewinnt für private Anleger zunehmend an Attraktivität. Ein Nachteil ist jedoch, dass für solche Fonds kein „EU-Pass“ besteht, wodurch die Auswahl für private Anleger im Binnenmarkt eingeschränkt wird.

Immobilienfonds bilden eine der größten Kategorien der auf nationaler Ebene regulierten Anlageprodukte. Ende 2006 belief sich das von Immobilienfonds verwaltete Anlagevermögen in der EU auf annähernd 188 Milliarden Euro<sup>2</sup>. Offene Immobilienfonds ermöglichen den Anlegern eine Diversifizierung ihres Portfolios, indem sie auf eine Kategorie von Vermögenswerten setzen, die sich durch eine geringe Volatilität und eine geringe Abhängigkeit von anderen Vermögenswertkategorien (z.B. Beteiligungen, Anleihen) auszeichnet.

In mehreren Mitgliedstaaten sind Dach-Hedgefonds für private Anleger zugänglich. Während sich das in diesen Produkten angelegte Vermögen im Jahr 2002 noch auf 14 Milliarden Euro

---

<sup>1</sup> EFAMA-Quartalsstatistik Nr. 29 (1. Quartal 2007).

<sup>2</sup> EFAMA-Jahresbericht 06/07. Regulierung, Pensionen, Branchenstandards, Mai 2007, Brüssel, S. 36.

summierte, war dieser Betrag bis Ende Dezember 2006 bereits auf 73 Milliarden Euro angewachsen<sup>1</sup>. Dach-Hedgefonds ermöglichen eine Portfoliodiversifizierung, indem sie auf verschiedene Vermögenswertkategorien und Strategien setzen und somit das Risiko verringern, das mit Hedgefonds verbunden ist, die nur eine einzige Strategie verfolgen.

## 2. Regelung für Privatplatzierungen

Mehrere Mitgliedstaaten haben eigene Regelungen für Privatplatzierungen, die sich in Bezug auf ihre rechtlichen Rahmenbedingungen und ihre allgemeine Funktionsweise deutlich voneinander unterscheiden. Im April 2007 hat die Kommission eine Konsultation zur Frage einer europäischen Regelung für Privatplatzierungen eingeleitet. Die Kommission definiert diese als eine Methode des Verkaufs von Anlageprodukten in einem nicht regulierten Markt, bei der die Käufer und Verkäufer unter bestimmten Voraussetzungen Transaktionen tätigen können, bei denen sie von der Pflicht zu einem öffentlichen Angebot ausgenommen sind. Bei den so angebotenen Produkten kann es sich um harmonisierte (OGAW), nicht harmonisierte oder sogar Off-Shore-Produkte handeln. Bislang ist noch keine klare Entscheidung getroffen worden, inwieweit eine solche Regelung für alle Produkte offen sein sollte, wer als qualifizierter Anleger und wer als qualifizierter Anbieter (Platzierer) in Frage kommen sollte und ob Produkte, die zunächst im Wege der Privatplatzierung angeboten werden, an private Anleger weiter verkauft werden dürfen. Darüber hinaus muss noch festgelegt werden, wo die Grenze zwischen öffentlichem Angebot und Privatplatzierung verläuft und welche Teile des bestehenden Rechtsrahmens für die Schaffung einer europäischen Regelung für Privatplatzierungen verwendet werden könnten (MiFID: geeignete Gegenparteien / professionelle Anleger; Prospektrichtlinie: qualifizierte Anleger).

## 3. Vertrieb und Gebühren

Die Anleger haben nicht nur Zugang zu OGAW, sondern auch zu ähnlichen (und somit konkurrierenden) Anlageprodukten, die unterschiedlichen rechtlichen Regelungen unterliegen, wie etwa strukturierte Produkte (z.B. Zertifikate und Anleihen) oder Lebensversicherungsprodukte (z.B. anteilsgebundene Lebensversicherungen). Angesichts einer zunehmend offenen Vertriebsarchitektur ist eine angemessene Vergleichbarkeit der Kosten, der Bewertung, der Wertentwicklung und der Risiken für die privaten Anleger noch wichtiger geworden. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass eine völlige Vergleichbarkeit und somit identische Spielregeln aufgrund der individuellen Ausgestaltung der verschiedenen Anlageprodukte (Möglichkeiten zum Ausstieg, Besteuerung usw.) kaum zu erreichen sein dürften.

Die Gebührenstrukturen sind oft undurchsichtig, da die Gebühren – ohne jeglichen Hinweis darauf, wie sie sich auf die Wertschöpfungskette verteilen – in die Erträge einbezogen werden. Dies gilt insbesondere für die Retrozession<sup>2</sup>. Dieser Mangel an Transparenz beeinträchtigt den Anlegerschutz, die Entwicklung der Geschäftstätigkeit und den gesunden Wettbewerb.

---

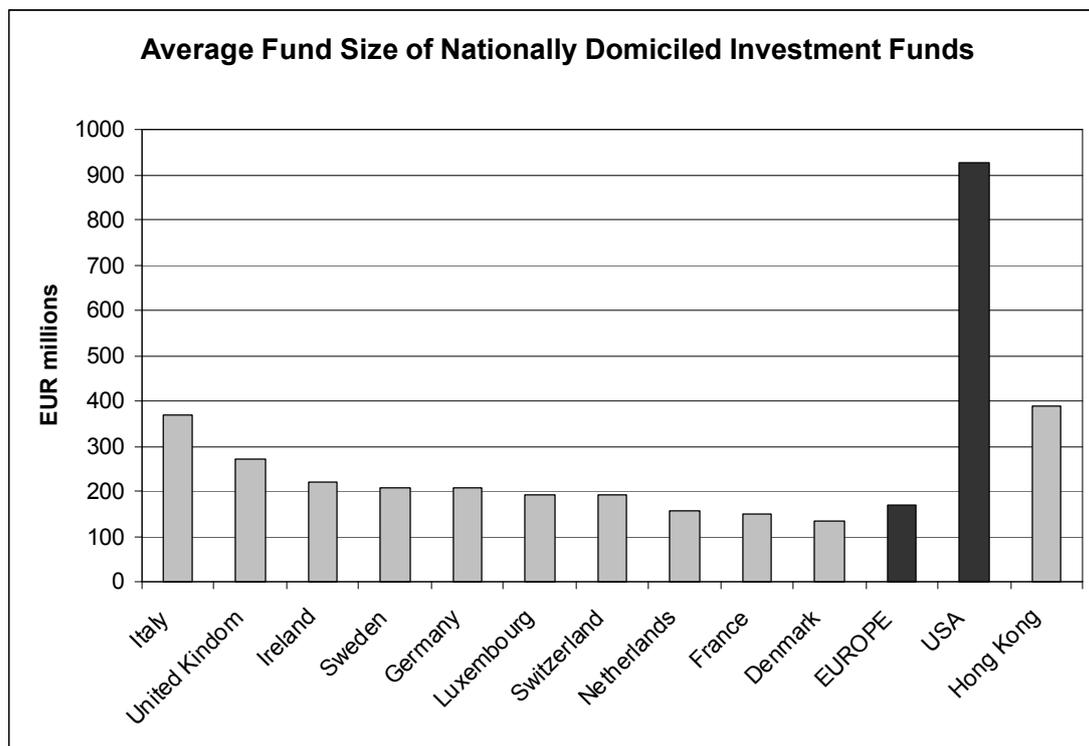
<sup>1</sup> FERI Fund Market Information Ltd (FERI FMI): Daten zum europäischen Fondsmarkt 2007, Vierte Ausgabe, erschienen im März 2007, London, S. 19.

<sup>2</sup> Retrozession/Platzierungsgebühr/Vertriebsgebühr: ein Teil der vom Fondsmanager erhaltenen Verwaltungsgebühren, der an den Fondsvertreiber als Vergütung für seine Platzierungsdienste gezahlt wird. Diese Gebühr ist in der Regel wiederkehrend und so lange zu entrichten, wie die Vermögenswerte angelegt sind.

Die MiFID-Richtlinie und ihre Bestimmungen über Anreize<sup>1</sup> haben zum Ziel, die Gebührentransparenz zu verbessern. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Offenlegungsregeln nur für Drittfonds und nicht für den hausinternen Vertrieb gelten und sie somit nicht zur Förderung einer offenen Architektur beitragen. Ferner ist noch nicht absehbar, wie sich die MiFID-Richtlinie auf die bestehenden OGAW-Bestimmungen sowie auf „Softing“- und „Bundling“-Vereinbarungen auswirken wird.

#### 4. Besteuerung von grenzübergreifenden Fondsfusionen

Obwohl der EU-Investmentfondsmarkt gemessen am Anlagevolumen nur zwei Drittel des US-Markts entspricht, zählt er mehr als drei Mal so viele Fonds. Dies schlägt sich in einem relativen hohen Anteil an Fonds nieder, bei denen die Kosten im Verhältnis zu ihrer Größe höher liegen. Aufgrund der geringen durchschnittlichen Fondsgröße werden die europäischen Anleger jedes Jahr mit Mehrkosten von schätzungsweise 2-6 Milliarden Euro belastet, die bei einer vollen Ausschöpfung von Größenvorteilen nicht anfallen würden<sup>2</sup>. Die nationalen Steuerbestimmungen bilden eines der Haupthindernisse für (grenzübergreifende) Fondsfusionen.



Quelle: Eigene Darstellung, gestützt auf Daten aus dem EFAMA Fact Book: Trends bei europäischen Investmentfonds, 4. Ausgabe, Juli 2006, S. 53.

#### 5. Anlagepolitik und Risikomanagement

<sup>1</sup> Anreiz = eine Gebühr, eine Provision oder eine nicht in Geldform angebotene Vergütung, die einer Wertpapierfirma im Zusammenhang mit der Erbringung von Investmentdiensten und Nebendiensten für Kunden gewährt bzw. von einer Wertpapierfirma gezahlt werden kann;

<sup>2</sup> Europäische Kommission, GD Binnenmarkt und Dienstleistungen: Bericht der Expertengruppe zur Effizienz des Investmentfondsmarktes, Juli 2006, Brüssel, S. 10.

In der Vergangenheit wurde die OGAW-III-Richtlinie (1985/611) von den europäischen Aufsichtsbehörden unterschiedlich ausgelegt. Die Kommission hat daher eine Richtlinie auf Stufe 2 erlassen (2007/1178), die bestimmte Definitionen klarstellt und das Spektrum der als Anlage in Frage kommenden Vermögenswerte wesentlich erweitert. Den OGAW ist es jedoch immer noch nicht gestattet, in Waren und Warenderivate, Hedgefonds, Dach-Hedgefonds und offene Immobilienfonds zu investieren. Die Arbeiten des CESR zur Frage der Zulässigkeit von Hedgefonds-Indizes als in Frage kommende Vermögenswerte sind noch nicht abgeschlossen, haben aber in der Hedgefondsbranche die Sorge aufkommen lassen, sie könnte in Bezug auf die Wettbewerbsbedingungen schlechter gestellt werden als die Dach-Hedgefonds, deren Wertentwicklung und Transparenz häufig besser sind als die der Hedgefonds-Indizes.

Da die Anlagepolitik der OGAW bereits relativ stark reglementiert ist, stellt sich die Frage nach der Reichweite der OGAW-Bestimmungen im Bereich des Risikomanagements. Zahlreiche Praktiker und Theoretiker betrachten die Regeln über die Anlagepolitik und das System des Risikomanagements als zwei Seiten derselben Münze. Gemäß den gegenwärtigen Bestimmungen der OGAW-III-Richtlinie (1985/611) muss die Verwaltungsgesellschaft ein Risikomanagement-Verfahren anwenden, bei dem der Marktwert der Basiswerte, das Ausfallrisiko, künftige Marktfluktuationen und die Liquidationsfrist der Positionen berücksichtigen werden. Da mit den Änderungen der Richtlinie (2001/107 und 2001/108) „einfache OGAW“ und „komplexe OGAW“ (die Derivate verwenden) eingeführt wurden, verabschiedete die Kommission 2004 eine Empfehlung (2004/383/EG) zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente durch komplexe OGAW. Diese Empfehlung ermöglicht jedoch keine einheitliche Definition von komplexen OGAW und sagt nichts darüber aus, welche Risikomanagementmethode ein solcher OGAW anwenden sollte, d.h. ob komplexe OGAW den „Value-at-risk“-Ansatz (VaR) anwenden sollten und einfache OGAW den einfacheren „Commitment“-Ansatz. Was die Aufsicht betrifft, so werden die Risikomanagementsysteme der Regulierungsbehörde gemeldet, müssen aber nicht genehmigt werden. Unterschiede bestehen auch im Hinblick darauf, in welcher Weise die Depotbanken, die Fondsverwaltung und die Fondsmanager zur Eingabe von Daten in die Software beitragen und inwieweit die Verwahrstellen in die Beaufsichtigung dieser Tätigkeit eingebunden sind.

## 6. Fondsverarbeitung

Die Abwicklung von Fondsaufträgen hat mit dem Wachstum des Marktes und den Veränderungen in den Vertriebssystemen nicht Schritt gehalten, was wiederum zu höheren Betriebsrisiken, längeren Abwicklungsfristen und höheren Kosten geführt hat. Gegenwärtig werden noch immer rund 50 % der grenzübergreifenden Geschäfte manuell abgewickelt, was zwei bis drei Mal höhere Kosten verursacht als die automatisierte Orderabwicklung<sup>1</sup>. Diese Ineffizienzen sind nicht auf einen unzureichenden Regulierungs- oder Rechtsrahmen zurückzuführen, sondern auf den Privatsektor. Die europäische Fondsbranche sollte daher ihre Projekte im Bereich der Automatisierung und Standardisierung der Fondsverarbeitung vorantreiben.

## 7. Verwahrstellen

---

<sup>1</sup> Eurofi-Studie 2007: Optimierung der grenzübergreifenden Vermarktung und Verarbeitung von Investmentfonds in der EU.

Neben dem Fonds und seinem Manager stellt die Verwahrstelle einen der drei Grundpfeiler des OGAW-Rahmens dar. Der Begriff „Verwahrstelle“ ist jedoch weit definiert und es existiert kein EU-Pass für Verwahrstellen. Das Fehlen eines präzisen EU-Rechtsrahmens hat dazu geführt, dass die Rolle und die Zuständigkeiten der Verwahrstellen unterschiedlich definiert werden. Bislang haben diese Unterschiede noch zu keinen erkennbaren Problemen beim Anlegerschutz geführt. Es besteht aber die Besorgnis, dass diese Unterschiede den freien Dienstleistungsverkehr im Binnenmarkt beeinträchtigen könnten. Deshalb sollten weitere Überlegungen angestellt werden bezüglich der Möglichkeit, den Zweigniederlassungen europäischer Kreditinstitute die Genehmigung zu erteilen, als Verwahrstelle zu agieren, sowie bezüglich der Kontrollfunktion der Verwahrstelle und einer generellen Harmonisierung ihrer Aufgaben.

## 8. Lamfalussy

Als die Richtlinie 85/611/EWG verabschiedet wurde, existierte der Lamfalussy-Prozess noch nicht. Allerdings sind Lamfalussy-ähnliche Mechanismen bereits angewendet worden, zum Beispiel bei den auf Stufe 2 erlassenen Durchführungsmaßnahmen zu den in der OGAW-III-Richtlinie enthaltenen Definitionen der zulässigen Vermögenswerte.

Im Rahmen der bevorstehenden Überarbeitung sollte die Kommission prüfen, an welchen Stellen Lamfalussy-ähnliche Mechanismen ausgebaut werden können, ohne die Struktur der Richtlinie wesentlich zu verändern. Deshalb ist es von wesentlicher Bedeutung, dafür Sorge zu tragen, dass beim Erlass neuer bzw. bei der Überarbeitung bestehender Rechtsvorschriften eine Rechtsgrundlage für Durchführungsrichtlinien und -verordnungen auf Stufe 2 geschaffen wird.

## 9. Hedgefonds

Die von Hedgefonds weltweit verwalteten Vermögenswerte belaufen sich auf rund 1 537 Millionen Dollar<sup>1</sup>, während sich die von der globalen Fondsverwaltungsbranche insgesamt verwalteten Vermögenswerte auf 55 Billionen Dollar belaufen<sup>2</sup>. Auch wenn es für den Begriff „Hedgefonds“ keine klare und einheitliche Definition gibt, so steht er doch für nicht regulierte Anlageinstrumente, bei denen Anlagemethoden zum Einsatz kommen, die die Unzulänglichkeiten des Marktes auszunutzen versuchen. Sie nutzen die Technik des Leerverkaufs, nehmen massiv Fremdkapital auf und setzen auf Derivate, was bei anderen kollektiven Anlageinstrumenten nicht möglich ist. Allerdings finden sich einige dieser Merkmale auch bei zahlreichen anderen Finanzinstituten und Investmentfonds.

Hedgefonds leisten einen Beitrag zur Risikostreuung, zu höherer Liquidität, zu verstärkter Wettbewerbsfähigkeit zwischen „Market Makers“ und Intermediären sowie zu substanziellen Marktanalysen, die sich in umfassenderen Informationen und einer besseren Preisermittlung niederschlagen.

In Anbetracht der Schwierigkeiten, in die einige Hedgefonds in jüngster Zeit geraten sind, hat sich eine kontroverse Debatte über die finanzielle Stabilität und die systematischen Risiken, die von Hedgefonds ausgehen können, entwickelt. Die meisten Aufsichtsbehörden befürworten eine Beaufsichtigung der Gegenparteien der Hedgefonds sowie eine Regulierung

---

<sup>1</sup> Hedge Fund Review, März 2007.

<sup>2</sup> Investment Company Institute, Dezember 2006.

des Zugangs von Anlegern zu Hedgefonds.

## 10. Private Equity

Zwar werden Hedgefonds und Private Equity häufig unter dem Sammelbegriff „alternative Anlagen“ zusammengefasst, doch handelt es sich dabei um ihrer Natur nach unterschiedliche Finanzinstrumente. Das „private“ in Private Equity bezieht sich auf die Art der Kapitalbeschaffung und nicht darauf, ob in börsennotierte („publicly listed“) oder nicht börsennotierte („private“) Unternehmen investiert wird. Folglich beginnt die Tätigkeit eines Private-Equity-Fonds damit, dass er Geld einsammelt (in der Regel bei Pensionsfonds, Stiftungen, Finanzinstitutionen wie Banken oder Versicherungen, bei hochvermögenden privaten Anlegern oder bei Dach-Private-Equity-Fonds). Daraufhin folgt die Verwaltung der Mittel, d.h. fremdfinanzierte Übernahmen (LBOs), meistens Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen, die dann von der Börse genommen werden), Risikokapital- und Wachstumsfinanzierungen, mezzanines Kapital usw. Die LBOs werden in der Regel zu einem Teil aus den eingesammelten Geldern und zu drei bis vier Teilen durch Kredite finanziert, die später in der Bilanz des übernommenen Unternehmens verbucht werden. Typische Ausstiegsstrategien sind der Börsengang, die Veräußerung an eine andere Beteiligungsgesellschaft oder der Verkauf an ein anderes Unternehmen. Trotz Bedenken wegen der hohen Fremdkapitalaufnahme bei LBOs und möglicher sozialer Folgen bleibt das Private-Equity-Geschäft für KMU eine wichtige Quelle für die Beschaffung von Gründungs- und Wachstumskapital und sichert ihnen in vielen Fällen – dank Umstrukturierung des übernommenen Unternehmens – eine erfolgreiche Entwicklung. So entfielen im Jahr 2006 rund 90 % der Beteiligungen auf Unternehmen mit weniger als 500 Beschäftigten<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> EVCA-Jahrbuch 2007.