

## Vermerk

An:	Akte
Von:	RA Eric Romba, RA Frederik Voigt
Datum:	12.12.2006
Betreff:	Ausschluss der Rücknahme bei neuem Fondstyp Infrastrukturfonds im InvG

Am 1. Dezember 2006 fand die Sitzung der Kompetenzarbeitsgruppe „Finanzierung“ der Projektarbeitsgruppe Öffentlich Private Partnerschaft (PPP) der Fraktionen von CDU/CSU und SPD statt.

Gegenstand der Beratungen war an diesem Tage unter anderem die im Eckpunktepapier der Arbeitsgruppe vorgesehene Einführung eines neuen Fondstyps „Infrastrukturfonds“ in das Investmentgesetz (InvG). Für einen solchen, dem rechtlichen Rahmen nach an die Bestimmungen zu offenen Immobilienfonds angelehnten Infrastrukturfonds, enthielt das Eckpunktepapier eine Regelung, nach der die Rücknahme von Anteilen solcher Infrastrukturfonds auf bestimmte Termine begrenzt oder ganz ausgeschlossen werden kann.

Im Rahmen der Diskussion der im Eckpunktepapier vorgesehenen Regelungen verständigte sich die Arbeitsgruppe darauf, den Passus über den Ausschluss der Rücknahme von Anteilen an Infrastrukturfonds aus dem Papier zu streichen. Hierbei bestand Einigkeit darüber, dass ein Rücknahmeausschluss dem Wesen des Investmentfonds grundsätzlich fremd sei. Für sämtliche existierende Formen von Investmentfonds, insbesondere offener Immobilienfonds, ist eine entsprechende Bestimmung im derzeit geltenden Investmentgesetz demnach auch nicht vorzufinden.

Im Hinblick auf den Fortgang der Beratung der Arbeitsgruppe „Finanzierung“ sowie insbesondere der Projektarbeitsgruppe „PPP“ am 14. Dezember 2006 möchten wir an dieser Stelle nochmals zum Ausdruck bringen, dass wir die Streichung des Ausschlusses der Rücknahme für unerlässlich halten. Zur Begründung und Untermauerung unserer Einschätzung möchten wir im Einzelnen folgendes ausführen:

Die Fortsetzung der gesetzgeberischen Bestrebungen, die rechtlichen Rahmenbedingungen für öffentlich private Partnerschaften zu verbessern, wird vom VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. ausdrücklich begrüßt. Die Einführung einer Rechtsgrundlage für Infrastrukturfonds, mit denen ÖPP-Projekte (teil-)finanziert werden können, sehen wir grundsätzlich als sinnvoll und zielführend an.

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann,  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

Die Einführung eines „geschlossenen Infrastrukturfonds“ im Rahmen des Investmentgesetzes halten wir allerdings nur bedingt für ein taugliches und adäquates Mittel zur Förderung von ÖPP-Projekten. Investmentfonds im Allgemeinen sowie insbesondere offene Immobilienfonds sind entscheidend dadurch geprägt, dass ihre Anteile in der Regel börsentäglich gegen Auszahlung zurückgenommen werden können. Damit unterscheiden sie sich maßgeblich von geschlossenen Fonds, deren Handelbarkeit bzw. Fungibilität eingeschränkt ist und der Anleger seine Anteile oftmals nur in Ausnahmefällen veräußert bzw. veräußern kann.

ÖPP-Projekte sind bekanntermaßen auf eine langfristige, beständige und stabile Finanzierung und Bewirtschaftung angewiesen. Diese kann in Gefahr geraten, wenn durch zunehmende Rücknahme von Fondsanteilen die Liquidität des Fonds nicht mehr gewährleistet ist und sich das Management zur Schließung des Fonds sowie zum Verkauf ihrer Objekte bzw. Beteiligungen gezwungen sieht. Die hier greifenden Gefahren und Mechanismen konnten bei verschiedenen offenen Immobilienfonds Ende vergangenen sowie zu Beginn dieses Jahres beobachtet werden.

Eine Regelung, auf deren Grundlage die Rücknahme von Anteilen an Infrastrukturfonds ausgeschlossen werden könnte, vermag die genannten Risiken zwar zu unterbinden, sie würde jedoch einem der tragenden Merkmale offener Immobilienfonds, nämlich der grundsätzlich börsentäglichen Rücknahmemöglichkeit nach § 37 Investmentgesetz, zuwiderlaufen.

Dem Investmentgesetz liegt grundsätzlich das sog. Open-end Prinzip zugrunde. Lediglich ausnahmsweise gewährt der Gesetzgeber die Möglichkeit zur Aussetzung der Rücknahme bzw. - bei den risikoreichen Hedgefonds - die Rücknahme nur zu bestimmten Terminen (vgl. § 81,116 InvG).

Eine Regelung, nach der die Rücknahme ganz ausgeschlossen werden kann, wäre daher nicht nur systemfremd und anderen unter das Investmentgesetz fallenden Fonds unbekannt, sie würde auch zu dem widersprüchlichen Ergebnis einer an geschlossene Fonds angelehnten Fondskonstruktion unter dem Regime des Investmentgesetzes führen.

Damit würde aber insbesondere der Anleger in die Irre geführt werden, der Anteile an offenen Immobilienfonds im Vertrauen auf die jederzeit mögliche Veräußerbarkeit erwirbt. Die Vielzahl unterschiedlicher existierender Fondskonstruktionen und die oft unscharfe Verwendung des Begriffes „Fonds“ führen beim durchschnittlichen Anleger schon jetzt oftmals zu Verunsicherung hinsichtlich der rechtlichen Rahmenbedingungen der konkret angebotenen Vermögensanlage. Würde nun die scharfe Trennung zwischen offenen und geschlossenen Fonds durch eine systemwidrige Aufgabe der Rücknahmepflicht bei Infrastrukturfonds verwässert, wäre dies im Sinne der gewünschten Transparenz und Rechtsklarheit auf dem Kapitalmarkt und im Interesse des Anlegerschutzes nicht förderlich.

Die Schaffung einer Rechtsgrundlage für Infrastrukturfonds, mit der die Rücknahme von Anteilen ausgeschlossen werden kann, ist unserer Auffassung nach auch gar nicht notwendig. Mit geschlossenen Fonds existiert ein etabliertes und bewährtes Anlageinstrument, welches durch seinen regelmäßig langfristigen Investitionshorizont sowie

der mangels Mittelabflüssen gegebenen Kapitalbeständigkeit eine ideale Grundlage für die Finanzierung und Bewirtschaftung von ÖPP-Projekten bietet..

Das Investitionsobjekt, im Falle eines ÖPP-Projektes etwa ein bestimmtes Krankenhaus, sowie das einzusammelnde Kapital sind bei einem geschlossenen Fonds im Vorhinein klar definiert und bestimmt. Damit existiert regelmäßig eine Grundlage für eine konkrete Konzeption, in der sich die Laufzeit sowie insbesondere umfassende Prognoseszenarien über wichtige wirtschaftliche Eckdaten wie etwa Ausschüttungen, Einnahmen oder Mieterstruktur erstellen lassen.

Geschlossene Immobilienfonds unterscheiden sich damit maßgeblich von offenen Immobilienfonds, die mangels hinreichender Bestimmtheit ihrer Investitionsgegenstände sowie des bei Anlegern eingesammelten Kapitals in nur begrenztem Umfang zu informieren vermögen.

Die durch die Bestimmtheit des Investitionsobjekts gewährleistete Transparenz und Informationsdichte eines geschlossenen Immobilienfonds kommt dem Anleger über den ihm vorzulegenden Verkaufsprospekt zu Gute. Dieser unterliegt der gesetzlichen Prospektspflicht und ist durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu gestatten. Mit diesem Wissen kann der Anleger eine sachgerechte Anlageentscheidung treffen und sein Risiko minimieren.

Die gesetzliche Prospektspflicht für geschlossene Fonds wird flankiert vom allgemein anerkannten Wirtschaftsprüferstandard IDW S4, der über die Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes hinausgeht. Sämtliche im VGF verbundene Mitgliedsunternehmen unterziehen die von ihnen initiierten Fonds einer Prüfung nach den Maßstäben des IDW S4. Im Juli 2006 ist der IDW S4 in einer aktualisierten Fassung in Kraft getreten, wobei die inhaltlichen Vorgaben teilweise erweitert und an das Verkaufsprospektgesetz angepasst wurden.

Seit einigen Jahren werden zudem Initiatoren geschlossener Fonds dazu angehalten, jährlich Leistungsbilanzen herauszugeben. In den Leistungsbilanzen werden die Geschäftszahlen des Unternehmens sowie umfangreiche Angaben zu den Ergebnissen aller laufenden und bereits beendeten Fonds sowie ggf. sonstiger Kapitalanlageprodukte dokumentiert.

Geschlossene Immobilienfonds sind eine etablierte Form der indirekten Immobilienkapitalanlage, in die in Deutschland mit rund 130 Mrd. Euro derzeit ein fast doppelt so hohes Investitionsvolumen gebunden ist wie in offene Immobilienfonds, in die lediglich ca. 74 Mrd. Euro investiert sind (Quelle: ScopeAnalysis – Report – Offene Immobilienfonds, Stand September 2006).

Aufgrund ihrer stabilen, krisenresistenten Rendite spielen geschlossene Immobilienfonds für institutionelle Anleger ebenso wie für Privatanleger eine bedeutende Rolle. Bei Immobilieninvestitionen institutioneller Anleger in Deutschland etwa, sind geschlossene Immobilienfonds mit einer Quote von jährlich über 30% führendes Anlagevehikel. Auf offene Immobilienfonds fällt im Vergleich lediglich ein Anteil von rund 17% (Quelle: Bullwien AG).

Sowohl die wirtschaftliche Bedeutung, vor allem aber Struktur und Ausrichtung – lange Laufzeit und Kapitalbeständigkeit – sowie überdurchschnittliche Informationsdichte und hohe Transparenz in einem stattlich geprüften Verkaufsprospekt, dokumentieren, dass sich geschlossene Fonds als ideales, hinreichend regulierte Investmentform für ÖPP-Projekte eignen.

Die Einführung einer Rechtsgrundlage für einen an offene Immobilienfonds angelehnten Infrastrukturfonds, bei dem die Rücknahme von Anteilen ausgeschlossen werden könnte, erschiene demgegenüber nicht nur systemfremd und irreführend, für sie bestünde aus genannten Gründen nicht einmal die Notwendigkeit.

RA Eric Romba

RA Frederik Voigt

Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender),  
Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Mario Liebermann  
Markus Derkum, Oliver Porr, Dr. Torsten Teichert

061220 Vermerk Rücknahmeausschluss Infrastrukturfonds