

DIRK • Reuterweg 81 • 60323 Frankfurt

Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Referat WA 41
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt am Main

Frankfurt, 17.04.2013

DIRK – Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

**Konsultation 03/2013 Anwendungsbereich des KAGB-E/Auslegung des Begriffs
„Investmentvermögen“ GZ: WA 41-Wp 2137 – 2013/0001**

Reuterweg 81
60323 FrankfurtT. +49 (0)69.9590 9490
F. +49 (0)69.9590 94999

Sehr geehrte Damen und Herren,

info@dirk.org
www.dirk.org

der DIRK ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Er fördert unter anderem die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 330 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst nahezu sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften.

Commerzbank
FrankfurtBLZ 500 800 00
KTO 200 000 300

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit der Teilhabe am Prozess zur Beurteilung des Begriffs des „Investmentvermögens“ aus § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E und möchten mit unserer Stellungnahme unseren Teil zu einer praxisgerechten Auslegung des KAGB beitragen.

IBAN DE 8450 0800
0002 0000 0300
BIC DRESDEFFXXX

Wir konzentrieren uns in unserer nachfolgenden Stellungnahme auf Ihre Beurteilung der (börsennotierten) Immobilienaktiengesellschaften und sog. REITs und treten dieser entgegen. Unseres Erachtens können REITs und Immobilienaktiengesellschaften nur im Einzelfall dem Begriff des „Investmentvermögens“ unterfallen, weshalb bspw. eine grundsätzliche Beurteilung der REITs als solches ausgeschlossen sein muss.

Steuernummer
045/227/31300

Denn: Ziel des KAGB liegt in der geschlossenen Regulierung von Fondsmanagern und Investmentfonds. Börsennotierte Immobiliengesellschaften einschließlich REITs sind keine Fonds, sondern operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.

Unsere Anmerkungen im Einzelnen:

Zu: Börsennotierte Immobiliengesellschaften

Ein Investmentvermögen ist nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Vielzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.

Für die Frage, ob börsennotierte Immobiliengesellschaften vom Begriff des Investmentvermögens umfasst werden, ziehen Sie insbesondere die Tatbestandsmerkmale „kein operativ tätiges Unternehmen“ sowie „festgelegte Anlagestrategie“ heran.

a) Kein operativ tätiges Unternehmen

Börsennotierte Immobiliengesellschaften, die auf den Erwerb, die Vermietung, die Verpachtung, die Verwaltung sowie den Verkauf von Immobilien ausgerichtet sind, sehen Sie nicht als operative tätige Unternehmen an. Dieser Ansicht können wir nicht folgen. In der Immobilienwirtschaft sind genau diese Aktivitäten operativ. Zudem verfolgen börsennotierte bestandshaltende Immobiliengesellschaften einschließlich REITs in der Regel auch Erweiterungs-, Refurbishment- und Sanierungsaktivitäten im Immobilienbestand, um diesen werthaltiger und ertragsstärker zu machen. Dazu gehören oft auch der Bau, Konzeption, Ankauf und Entwicklung von Immobilien als kostengünstige Alternative zum Erwerb von Gebäuden/Bestandsimmobilien einschließlich eines späteren Verkaufs, was in Ihrem Schreiben ausdrücklich als Projektentwicklung und damit als operative Tätigkeit bezeichnet wird. Börsennotierte bestandshaltende Immobiliengesellschaften inklusive REITs sind daher zweifellos operativ unternehmerisch tätig und müssen folglich als „operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E angesehen werden. Die Aktivitäten von börsennotierten Immobiliengesellschaften einschließlich REITs gehen weit über die von offenen Immobilienfonds hinaus, so dass sie keinesfalls mit diesen verglichen werden können.

b) Festgelegte Anlagestrategie

Zusätzlich greifen Sie zur Frage des Einbezugs von börsennotierten Immobiliengesellschaften auf das Tatbestandsmerkmal „festgelegte Anlagestrategie“ (=Investmentvermögen) versus „Unternehmensstrategie“ zurück und konstatieren, dass - wenn der Unternehmensgegenstand sehr weit gefasst und die Anlagekriterien nicht genau bestimmt seien - lediglich von einer „Unternehmensstrategie“ und nicht von einer „festgelegten Anlagestrategie“ auszugehen sei. Wir begrüßen diese Klarstellung und weisen darauf hin, dass dies unseres Erachtens der Regelfall bei

börsennotierten Immobiliengesellschaften ist. Die Definition des Unternehmensgegenstandes in den Satzungen ist generell nicht hinreichend detailliert genug, um als „festgelegte Anlagestrategie“ klassifiziert zu werden. Dies ergibt sich allein schon aus der Tatsache, dass beide Begrifflichkeiten bereits terminologisch nicht identisch sind. In § 23 Abs. 3 Nr. 2. spricht das Aktiengesetz von dem „Gegenstand des Unternehmens“ und nicht von einer „Anlagestrategie“.

Die Aktionäre einer börsennotierten Immobiliengesellschaft verfolgen keine gemeinsame Anlagestrategie, sondern investieren aufgrund einer vom Vorstand des Zielunternehmens kommunizierten „Unternehmensstrategie“, die eine Steigerung des Unternehmenswertes als Ergebnis der gesamtwirtschaftlichen Leistung des Unternehmens zum Ziel hat, wie jedes andere gewerbliche, börsennotierte Unternehmen in anderen Branchen auch.

Zu: REIT-Aktiengesellschaften

Bei REIT-Aktiengesellschaften sind Sie der Meinung, dass der Detaillierungsgrad des Unternehmensgegenstandes nach § 1 Abs. 1 REITG dem eines Immobilien-Sondervermögens ähnlich sei, und damit eine „festgelegte Anlagestrategie“ und nicht nur eine „Unternehmensstrategie“ vorliege.

§ 1 Abs. 1 REITG definiert REIT-Aktiengesellschaften als Aktiengesellschaften, deren Unternehmensgegenstand sich darauf beschränkt,

1. Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an
 - a) inländischem unbeweglichen Vermögen mit Ausnahme von Bestandsmietwohnimmobilien,
 - b) ausländischem unbeweglichen Vermögen, soweit dies im Belegenheitsstaat im Eigentum einer REIT-Körperschaft, -Personenvereinigung oder -Vermögensmasse oder einer einem REIT vergleichbaren Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse stehen darf und
 - c) anderen Vermögensgegenständen im Sinne des § 3 Abs. 7 zu erwerben, zu halten, im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings einschließlich notwendiger immobiliennaher Hilfstätigkeiten zu verwalten und zu veräußern,
2. Anteile an Immobilienpersonengesellschaften zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern,
3. Anteile an REIT-Dienstleistungsgesellschaften zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern,

4. Anteile an Auslandsobjektgesellschaften zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern sowie
5. Anteile an Kapitalgesellschaften zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern, die persönlich haftende Gesellschafter einer Gesellschaft im Sinne der Nummer 2 und an dieser vermögensmäßig nicht beteiligt sind

Unseres Erachtens bestehen bei REITs keine Unterschiede zu anderen börsennotierten Immobiliengesellschaften, die eine andere Klassifizierung rechtfertigen könnten. Die Einschränkungen des § 1 Abs. 1 REITG sind nicht detailliert genug, um von einer „festgelegten Anlagestrategie“ reden zu können.

Wie Sie in Ihrem Schreiben selbst ausführen, wird der Begriff „Anlagestrategie“ weder in der AIFM-Richtlinie noch im KAGB-E definiert. Nach ESMA (2012/845; Annex V, IX, Rz. 16) hat ein Organismus dann eine festgelegte Anlagestrategie, wenn er im Rahmen einer Strategie festlegt, wie das gemeinschaftliche Kapital verwaltet werden muss, damit es einen gemeinsamen Return für die Anleger generiert. Die folgenden Merkmale können einzeln oder kumulativ auf das Vorliegen einer Anlagestrategie hindeuten:

- a) die Strategie ist spätestens zu dem Zeitpunkt festgelegt, zu dem die Beteiligung des Anlegers bindend geworden ist;
- b) die Strategie ist in einem Dokument ausgeführt, das Teil der Anlagebedingungen oder der Satzung des Organismus ist oder auf das in den Anlagebedingungen oder der Satzung Bezug genommen wird;
- c) der Organismus hat eine rechtlich bindende und von den Anlegern durchsetzbare Verpflichtung, die Strategie den Anlegern gegenüber einzuhalten;
- d) die Strategie konkretisiert die Richtlinien, nach denen die Anlage zu erfolgen hat (z.B. Anlage in bestimmte Kategorien von Vermögensgegenständen, Beschränkungen bei der asset allocation, Verfolgung bestimmter Strategien, Anlage in bestimmte geographische Regionen, Beschränkungen des Leverage).

Die ESMA-Kriterien sind allerdings bei einem REIT nicht erfüllt:

Eine Anlagestrategie ist nicht im Sinne von IX. 16. (a) ESMA) spätestens zum Zeitpunkt der bindenden Anlageentscheidung des Investors festgelegt. Der Vorstand eines REITs kann seine Strategie grundsätzlich ändern bzw. anpassen.

Sie ist nicht im Sinne der Gesetzesbegründung zum KAGB-E genau bestimmt und kann so auch nicht den Vorstand in seinen Handlungsspielräumen begrenzen.

Eine festgelegte Anlagestrategie findet sich auch nicht im Sinne von IX. 16. (b) ESMA) in separaten Anlagebedingungen oder der Satzung.

In Ermangelung einer Anlagestrategie kann diese auch nicht im Sinne von IX. 16. (c) ESMA) dergestalt bindend sein, dass die Anleger rechtliche Möglichkeiten haben, deren Durchsetzung zu verlangen oder einer Änderung zustimmen zu müssen.

Die REIT-Satzungen geben auch keinerlei Anlagerichtlinien (investment guidelines) i.S.v. IX. 16. (d) ESMA) wieder.

In Ihrem Auslegungsschreiben heben Sie zudem selbst hervor:

„Nach der Gesetzesbegründung zu § 1 Abs. 1 KAGB-E setzt das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie voraus, dass die Kriterien, nach denen das eingesammelt Kapital angelegt werden soll, in einem über den einer allgemeinen Geschäftsstrategie (im Folgenden „Unternehmensstrategie“) hinausgehenden Umfang schriftlich genau bestimmt sind. Eine festgelegte Anlagestrategie unterscheidet sich damit von einer allgemeinen Unternehmensstrategie eines operativ tätigen Unternehmens dadurch, dass die Anlagekriterien genau bestimmt und die Handlungsspielräume des AIFM in den Anlagebedingungen, der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag eingeschränkt seien.“

Bei REITs wird jedoch weder festgelegt, in welche Immobiliennutzungsart (Büro-, Einzelhandels-, Logistikkimmobilien etc.) zu investieren ist, noch in welchem Land mit welcher Finanzierungsstruktur oder Wertschöpfungstiefe, ob Immobilien erworben oder hergestellt werden sollen, langfristig gehalten, kurzfristig weiterverkauft, weiterentwickelt, saniert oder in anderer Weise wertschöpfend behandelt werden sollen.

Hinzu kommt, dass REIT-Aktiengesellschaften neben der Anlage in Immobilien operative Tätigkeiten wie die Erbringung immobiliennaher Dienstleistungen und Leasing als klassische Finanzierungsdienstleistung ausüben können.

Es bleibt also völlig offen und in das Ermessen des Vorstandes gestellt, welche Aktivitäten zu welchem Zeitpunkt und in welchem Umfang umgesetzt werden. Von einer von vornherein für den Anleger festgelegten Strategie kann folglich keinesfalls gesprochen werden. Darüber hinaus ist das, was der Vorstand des REITs zu irgendeinem Zeitpunkt aktuell umsetzt, auch jederzeit änderbar.

Es kann damit festgestellt werden, dass weder die ESMA-Kriterien noch die des deutschen Gesetzgebers (vgl. Gesetzeswortlaut und Begründung) erfüllt sind, die es rechtfertigen würden von einer festgelegten Anlagestrategie auszugehen.

Zudem sehen wir keinen Anlass von der Empfehlung der ESMA abzuweichen, bei REIT-Aktiengesellschaften keine generelle Klassifizierung von REITs als AIF vorzunehmen, sondern vielmehr wie bei anderen börsennotierten Immobiliengesellschaften vom jeweiligen Einzelfall abhängig zu machen:

„The question whether or not a listed real estate investment company is excluded from the scope of the AIFMD depends on whether or not it falls under the definition of an 'AIF' in Article 4(1)(a). Real estate companies cannot be excluded as such a priori, each situation needs to be valued on its own merits, based on substance, not on form.“

Die Abweichung wiegt umso schwerer, als davon auszugehen ist, dass andere Länder der wesentlich flexibleren, auf den Einzelfall abzielenden ESMA-Empfehlung folgen werden und damit signifikante Wettbewerbsnachteile für deutsche REIT-Aktiengesellschaften gegenüber ihren europäischen Pendanten die Folge wäre.

Der Gesetzgeber hat sich 2007 bewusst entschieden, den deutschen REIT nicht in das InvG aufzunehmen, sondern eigenständig im sog. REITG zu regeln. Darin ist die REIT-Aktiengesellschaft bereits umfassend reguliert. Daneben unterfallen REITs auch den übrigen für börsennotierte Aktiengesellschaften geltenden Vorschriften (WPHG, WpPG, AktG, die jeweilige Börsenordnung, DCGK etc.). Die vorhandenen Regularien enthalten bereits zahlreiche Regelungen zum Anlegerschutz und der Anlagesicherheit. Beeinträchtigungen des Anlegerschutzes durch einen in Deutschland existierenden REIT hat es bisher nicht gegeben. Es ist nicht ersichtlich, aus welchem Grunde das deutsche REITG unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes Defizite enthalten sollte und die REIT-AG daher weitergehend reguliert werden müssten.

Sollten Sie Rückfragen haben oder weitere Informationen zu unserer Stellungnahme benötigen, kommen Sie bitte jederzeit auf uns zu.

Mit freundlichen Grüßen

DIRK - Deutscher Investor Relations Verband e.V.



Kay Bommer
- Geschäftsführer -



Holger Lehnen
- Referent für Kapitalmarktrecht -