Warum luxemburgische Verwahrstellen andere Fragen stellen

Gute Arbeit entscheidet sich nicht am Standort – Entscheidend ist das unabhängige Urteil

Börsen-Zeitung, 13.11.2026

Auf dem Papier ist Luxemburg für deutsche Fondsanbieter kaum Ausland: Beide Länder setzen dieselben europäischen Vorgaben um, die Pfl ichten der Verwahrstellen sind weitgehend harmonisiert. Ich erlebe jedoch täglich, dass sich die Praxis in wichtigen Punkten unterscheidet. Wer als deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) oder Initiator einen Fonds in Luxemburg aufl egt, trifft auf eine Verwahrstelle, die vor allem andere Fragen stellt.



Foto: Artografie Michael Detzen

Stefan Forse

Niederlassungsleiter Luxemburg bei der Privatbank Donner & Reuschel

Der rechtliche Rahmen in Kürze

Ein kurzer Blick auf die Rechtsgrundlagen zeigt, wie viel beide Länder verbindet. Das gemeinsame Fundament bilden die OGAW-Richtlinie für Wertpapierfonds (OGAW steht für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) und die AIFM-Richtlinie für alternative Investmentfonds (AIF) samt ihren Delegierten Verordnungen. Im Kern geht es um drei Aufgaben: die Verwahrung von Finanzinstrumenten beziehungsweise die Eigentumsverifikation sonstiger Vermögenswerte, die Überwachung der Zahlungsströme und die Kontrolle. Letztere umfasst unter anderem Anteilsausgabe und -rücknahme, Bewertung, Anlagegrenzen, Transaktionsabwicklung und Ertragsverwendung.

Deutschland hat diese Vorgaben im Kapitalanlagegesetzbuch umgesetzt und durch das Rundschreiben 05/2020 (WA) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht konkretisiert (BaFin). In Luxemburg bilden das Gesetz vom 17. Dezember 2010, das AIFM-Gesetz vom 12. Juli 2013 sowie die Rundschreiben 16/644 und 18/697 der Aufsichtsbehörde CSSF den nationalen Rahmen. Unterschiede entstehen in der Aufsichtspraxis und in den Marktstandards.

Wo die Praxis auseinandergeht

Die deutsche Verwahrstellenpraxis zeigt sich für mich besonders deutlich an zwei Punkten: an der Schattenbuchhaltung, die vor allem bei Wertpapierfonds zum Einsatz kommt, und an der Freigabe der Fondswertberechnung. Im verbreiteten Modell 2 des BaFin-Rundschreibens arbeitet die Verwahrstelle mit eigenen, von der Fondsgesellschaft unabhängigen Systemen und vollzieht Bestände, Transaktionen und Anlagegrenzen in einem eigenen Kontrollhaushalt nach. Die Anlagegrenzprüfung darf nicht lediglich ein fremdes Ergebnis plausibilisieren. Sie muss aus Sicht der Verwahrstelle belastbar herleitbar sein.

Bei täglich berechneten Fonds werden deshalb täglich alle Differenzen zwischen Fonds- und Schattenbuch untersucht, die den Anteilscheinpreis beeinflussen könnten. Die unabhängige Datenbasis schafft Transparenz und macht Kontrollschritte nachvollziehbar. Dennoch wäre es zu kurz gegriffen, deutsche Verwahrstellen als generell formaler oder weniger risikoorientiert einzuordnen: Due Diligence und

Fortsetzung auf Seite 4

Warum luxemburgische Verwahrstellen andere Fragen stellen

Fortsetzung von Seite 1

die kritische Überwachung von Dienstleistern gehören auch dort zu professioneller Verwahrstellenarbeit.

In Luxemburg erlebe ich einen stärker governance- und risikoorientierten Ansatz. Anders als in Deutschland gibt die Verwahrstelle dort den Fondspreis nicht frei. Die CSSF erwartet ein Betriebsmodell, das zu Strategie, Komplexität und Dienstleisterstruktur des Fonds passt. Dazu gehören ausreichende Ressourcen, klare Informationswege, Abstimmungs- und Eskalationsprozesse sowie eine belastbare Überwachung delegierter Funktionen.

Sichtbar wird dies bei dem gelebten risikobasierten Ansatz. Ein ausgefüllter Due-Diligence-Fragebogen ist für mich nur der Ausgangspunkt. Vor-Ort-Besuche bei der KVG beziehungsweise dem AIF-Verwalter (AIFM) und ihren Dienstleistern zeigen, ob Prozesse gelebt, Feststellungen nachverfolgt und Verantwortlichkeiten wahrgenommen werden. Diese direkte Auseinandersetzung ist in Luxemburg fester Bestandteil der Marktpraxis.

Praktische Hilfestellung

Das Prüfungsergebnis hat wesentlichen Einfluss auf die Risikoeinstufung von Fonds, KVG beziehungsweise AIFM und Dienstleistern. Sie bestimmt Kontrollfrequenz, -tiefe und Stichprobenumfang. Ein komplexer Fonds mit wiederkehrenden Feststellungen verlangt mehr Kontrolle als eine einfachere Struktur. Ein täglich berechneter Fonds mit sehr niedriger Risikoeinstufung muss daher nicht zwingend täglich kontrolliert werden. Das ist für mich der Kern: Kontrolle dort, wo das Risiko liegt.

Bei verwahrfähigen Finanzinstrumenten unterscheiden sich beide Märkte meiner Einschätzung nach kaum, Verwahrketten und Unterverwahrung werden weitgehend gleich gelebt.

Bei Private Equity, Immobilien, Infrastruktur oder Private Debt ist die klassische Verwahrlogik nicht anwendbar. Eigentumsverhältnisse, Beteiligungsketten und Kontrollstrukturen müssen verstanden, geprüft und dokumentiert werden.

> *Deutschland steht für eine unabhängige Datenbasis, sichtbar im Modell 2 und in der Freigabe des Fondspreises. Luxemburg setzt auf Governance und einen klar risikobasierten Kontrollansatz.*

Luxemburg bietet hierfür praktische Hilfestellung. ABBL (The Luxembourg Bankers'Association) und Alfi (The Association of the Luxembourg Fund Industry) haben Leitlinien zu Oversight, Cash Monitoring und zur Verwahrung sogenannter „Other Assets" entwickelt. ABBL und LPEA (The Luxembourg Private Equity and Venture Capital Association) veröffentlichten 2025 zudem Leitlinien zu Look-through und Control. Sie erläutern, wann eine zwischengeschaltete Gesellschaft vom AIF kontrolliert wird und wie weit die Verwahrstelle durch Beteiligungsstrukturen hindurchsehen muss. Etwa: Ist eine Zwischengesellschaft selbst das Zielinvestment, oder dient sie nur dem Erwerb einer operativen Gesellschaft?

Entscheidend ist für mich die Abgrenzung: Diese Leitlinien schaffen keine zusätzlichen regulatorischen Pflichten und ersetzen weder Gesetz noch fachliche Beurteilung. Sie dokumentieren Marktkonsens und übersetzen komplexe Anforderungen in Methoden, Entscheidungsbäume und Praxisfälle. Genau darin sehe ich einen besonderen Mehrwert des Fondsstandorts Luxemburg.

Zwei Stärken, ein Ziel

Deutschland steht für eine unabhängige Datenbasis, sichtbar im Modell 2 und in der Freigabe des Fondspreises. Luxemburg setzt auf Governance und einen klar risikobasierten Kontrollansatz. Ich halte keinen der beiden Ansätze grundsätzlich für überlegen. Gute Verwahrstellen verbinden beide Stärken.

Nach mehr als 25 Jahren im Verwahrstellengeschäft bin ich überzeugt: Gute Verwahrstellenarbeit entscheidet sich nicht am Standort. Entscheidend ist, dass eine Verwahrstelle unabhängig urteilt, Risiken versteht, ihre Kontrollen nachvollziehbar ausgestaltet und bereit ist, die richtigen, mitunter auch unbequemen Fragen zu stellen.