

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JÖRG VOLLBRECHT

INVESTMENTMODERNISIERUNGSGESETZ
HERAUSFORDERUNGEN BEI DER UMSETZUNG
DER OGAW - RICHTLINIEN



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 13



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Jörg Vollbrecht

**Investmentmodernisierungsgesetz –
Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW - Richtlinien**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 13

Investmentmodernisierungsgesetz - Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW-Richtlinien

I Investmentmodernisierungsgesetz

Bei dem **Investmentmodernisierungsgesetz** handelt es sich um ein Artikelgesetz mit einem Investmentgesetz und einem Investmentsteuergesetz.

Ein Ziel des Vorhabens ist die Umsetzung zweier Änderungsrichtlinien zur Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (85/611/EWG), kurz OGAW-Richtlinie.

Zum anderen sollen mit dem neuen **Investmentgesetz** bisherige Regelungen aus dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und dem Auslandsinvestmentgesetz (AuslInvestmentG) verschlankt und modernisiert werden.

Frühere Änderungen haben die Gesetze zum Teil unleserlich werden lassen. Zudem finden sich Entwicklungen in der Praxis nicht in den bestehenden gesetzlichen Regelungen wieder. Aber auch in Bezug auf Regelungen der ursprünglichen OGAW-Richtlinie besteht Änderungsbedarf, da deutsche Bestimmungen z.T. über die Vorgaben hinaus gingen und restriktiver waren (z.B. bei Ausstellergrenzen bei Schuldverschreibungen bestimmter Emittenten und bei Regelungen zur Einlagensicherung bei der Depotbank).

In starkem Maße wird künftig von Ermächtigungen zum Erlass von Rechtsverordnungen zur Verlagerung von technischen Detailregelungen (z.B. zu Derivaten, zur Bewertung von Vermögensgegenständen, zur Rechnungslegung) Gebrauch gemacht, so dass künftig Regelungen schneller und flexibler den sich ändernden wirtschaftlichen Notwendigkeiten angepasst werden können.

Probleme bereitete die Zusammenfassung von KAGG und AuslInvestmentG jedoch bereits bei der Definition des Anwendungsbereichs des neuen Gesetzes, da es bei Auslandsfonds nur eine Überwachung des Vertriebs gibt und nicht auch eine Produkt- und Gesellschaftsaufsicht wie bei inländischen Fonds.

Im neuen **Investmentsteuergesetz** sollen die bisherigen steuerrechtlichen Regelungen zusammengefasst werden. Die bisherige, europarechtlich nicht mehr zu vertretene

Unterscheidung des AuslInvestmentG in so genannte weiße, graue und schwarze Investmentfonds mit Benachteiligung ausländischer Anbieter wird in Reaktion auf ein von der EU-Kommission eingeleitetes Vertragsverletzungsverfahren entfallen.

Insgesamt sollen die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Investmentbranche attraktiver werden, um die Abwanderung von Kapital in Staaten wie Luxemburg, Irland und Großbritannien zu stoppen.

Ein Referentenentwurf zum Investmentmodernisierungsgesetz soll im August 2003 im Kabinett beraten werden. Das Gesetz soll nach Ablauf des weiteren Gesetzgebungsverfahrens am 1. Januar 2004 in Kraft treten.

II. Die Richtlinien

Die ursprüngliche **OGAW-Richtlinie** 85/611/EG hatte zum Ziel, die Rechtssysteme der Mitgliedstaaten in Bezug auf Investmentfonds zu harmonisieren.

Es wurde ein „europäischer Pass“ eingeführt, mit dem ein Investmentfonds, der den Kriterien der Richtlinie entspricht und der in einem Mitgliedstaat zugelassen ist, seine Anteile in einem anderen Mitgliedstaat ohne weitere Zulassung vertreiben darf.

Die Richtlinie 85/611/EWG regelt jedoch nicht in umfassender Weise die Behandlung der Gesellschaften, die OGAW verwalten. Insbesondere gibt es keine Bestimmungen, mit denen in allen Mitgliedstaaten gleichwertige Marktzugangsvorschriften gewährleistet werden. Ferner fehlt es an Bestimmungen über die Gründung von Zweigniederlassungen und den freien Dienstleistungsverkehr dieser „Verwaltungsgesellschaften“.

Aufgrund der Marktentwicklungen erschien es der Kommission zudem an der Zeit, die Anlagemöglichkeiten der OGAW auch auf andere Finanzanlagen als Wertpapiere i.S.d. Definition in der Richtlinie 85/611/EWG auszudehnen.

Ferner sollte auch vor dem Hintergrund der Entwicklung der Informationstechnologien ein vereinfachter Verkaufsprospekt geschaffen werden, der in anlegerfreundlicher Weise kurz die wesentlichen Informationen zum OGAW zusammenfasst.

Mit den **Richtlinien 2001/107/EG und 2001/108/EG** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG wurden deshalb

Bestimmungen zur Verwaltungsgesellschaft, dem vereinfachten Prospekt und hinsichtlich der Erweiterung des Katalogs der Anlagegegenstände geschaffen und damit u.a. die Lücken der 2. Bankenrechtskoordinierungs-Richtlinie und der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie geschlossen.

Die Änderungsrichtlinien sind bis zum 13. August 2003 umzusetzen. Die Anwendung der Vorschriften ist für spätestens ab dem 13. Februar 2004 vorgesehen.

III. Umsetzung der OGAW-Änderungsrichtlinien in nationales Recht

Mit dem neuen Investmentgesetz soll ein einheitliches modernes Gesetz geschaffen werden. Obwohl aufgrund der Richtlinien zwischen OGAW und Nicht-OGAW zu unterscheiden ist und zudem noch Besonderheiten bei bestimmten Fondstypen zu berücksichtigen sind, wird versucht, so weit wie möglich für alle Formen der Sondervermögen gültige Regelungen „vor die Klammer“ zu ziehen.

Bei den Vorschriften zur Regelung des Vertriebs glückt dieses weniger. Vertriebsregelungen sind insbesondere für ausländische Fonds erforderlich. Inländische Fonds dürfen ihre Produkte in der Regel mit Zulassung vertreiben. Neben allgemeinen Vorschriften muss es jedoch spezielle Regelungen für den Vertrieb inländischer Fonds in anderen Mitgliedstaaten der EU und des EWR, Regeln für den öffentlichen Vertrieb von EG-Investmentanteilen nach Maßgabe der OGAW-Richtlinie und den öffentlichen Vertrieb ausländischer Investmentanteile, die nicht EG-Investmentanteile sind, von Investmentfonds mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder des EWR oder einem Drittstaat geben.

Die in Deutschland bisher vorhandenen **Fondstypen** zur Klassifizierung des Sondervermögens werden grundsätzlich entfallen. Die OGAW-Richtlinie in der geänderten Fassung kennt keine unterschiedlichen Fondstypen.

Da der Name des Investmentvermögens aber nicht unbedingt den Anlageschwerpunkt des Fonds wiedergeben muss, besteht die Gefahr der fehlenden Orientierung des Anlegers. Die BaFin wird deshalb in einer Richtlinie festlegen können, wie ein Investmentvermögen investiert sein muss, um z.B. als Derivate- oder Aktiensondervermögen eingeordnet werden zu können. Nur ein Sondervermögen, das entsprechend klassifiziert werden kann, soll den jeweiligen Fondstyp bei der Namensgebung oder der Werbung verwenden dürfen. So wird dem Anleger in Deutschland eine Orientierung bei der Unterscheidung der angebotenen Investmentfonds gegeben.

Neben dem so genannten Super-OGAW, dem Sondervermögen, das gleichwertig in allen zulässigen Vermögensgegenständen angelegt sein darf, wird es in Deutschland als eigenständige Fondstypen Immobilienfonds, Gemischte- und Wertpapierindex-Sondervermögen und Altersvorsorge-Sondervermögen geben. Neu hinzu kommen soll das „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“, mit dem so genannte Hedgefonds gemeint sind. Damit wird einem Bedürfnis institutioneller aber auch privater Anleger nach „alternativen Investments“ Rechnung getragen.

Spezialsondervermögen werden künftig 30 Anleger statt lediglich 10 Anleger, die nicht natürliche Personen sind, haben können.

IV. Wesentliche Neuerungen aufgrund der Umsetzung der Änderungsrichtlinien

Die wesentlichen Neuerungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der OGAW-Änderungsrichtlinien sind:

1.) Anlagebestimmungen

Durften OGAW entsprechend ihrem Namen bisher nur in Wertpapiere, d.h. nach der Definition der OGAW-Richtlinie in Aktien, Aktien gleichwertige Wertpapiere, Schuldverschreibungen und sonstige verbrieft Schuldtitel investieren, so dürfen sie jetzt in alle marktfähigen Wertpapiere und auch in Geldmarktinstrumente (d.h. Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, liquide sind und deren Wert bestimmt werden kann), Bankguthaben (Sichteinlagen und kündbare Einlagen) und Anteile anderer Investmentfonds anlegen.

Damit, dass OGAW neuerdings Derivate auch als eigenständige Vermögensanlage und nicht nur zu Zwecken der Absicherung erwerben dürfen, könnte es auch reine Derivate-Fonds geben, die bisher in Deutschland nicht zugelassen waren.

Das mit der Anlage in Derivaten verbundene Risiko darf jedoch nach dem Wortlaut von § 21 Absatz 3 der Richtlinie 2001/108/EG nicht den Gesamtnettowert des Portfolios des OGAW übersteigen.

Hier fehlt es aber noch an konkreten Auslegungsvorgaben zur Umsetzung der Richtlinie. So gibt es bei Art. 21 Abs. 3 verschiedene Lesarten hinsichtlich der Erhöhung des Marktrisikopotentials bzw. Investitionsgrades. Art. 21 Abs. 3 könnte so gelesen werden, dass

das Marktrisiko der Derivate noch einmal so hoch sein darf wie der Gesamt-Nettoinventarwert, der Investmentfonds sein Marktrisiko durch den Einsatz von Derivaten folglich um 100% erhöhen und damit seinen Investitionsgrad auf 200% hebeln darf.

Der deutsche Gesetzgeber wird entsprechend der Auffassung einer Mehrheit der Mitgliedstaaten im Gesetzentwurf von 200% ausgehen, auch wenn auf EU-Ebene noch keine verbindliche Auslegung gefunden wurde.

Die Beschaffenheit von notwendigen Risikomess-Systemen und Einzelheiten zur Festlegung des Marktrisikopotentials werden in einer Rechtsverordnung festgelegt.

Ebenfalls in einer Rechtsverordnung werden aus Anlegerschutzgründen zusätzliche Anforderungen bezüglich Instrumente, Liquidität und laufende Bewertung für nicht an der Börse gehandelte Derivate (OTC-Derivate) festgeschrieben werden.

Bei Dachfonds sieht die Richtlinie 2001/108/EG bei der Änderung des Artikels 22 vor, dass ein Dachfonds neben der Anlage in Investmentanteilen auch in andere Wertpapiere sowie Geldmarktpapiere investieren darf. Wie bisher bei den deutschen Dachfonds dürfen harmonisierte Dachfonds maximal 20% des Anlagevermögens in einen einzigen Zielfonds anlegen. Anlagen in nicht harmonisierte Zielfonds (Nicht-OGAW) dürfen 30% nicht überschreiten. Zudem müssen diese Zielfonds einer gleichwertigen Aufsicht unterliegen und einen gleichwertigen Anlegerschutz gewährleisten.

Bei Indexfonds ist die bisherige Emittentengrenze von 10 % auf 20% angehoben worden.

Nach dem Gesetzentwurf werden im Grundsatz durch Übernahme des wirtschaftlichen Investmentbegriffs aus dem Auslandsinvestmentgesetz für die Definition des Investmentvermögens in Deutschland sämtliche kollektiven Vermögensanlagen, die nach den Grundsätzen der Risikomischung angelegt werden, erfasst. Einschränkungen (über die Vorgabe der Rechtsform des Sondervermögens und die Vorgaben für die Kapitalanlagegesellschaft hinaus) werden erst im Produktteil über die Regelungen zu zulässigen Anlagegegenständen und Anlagegrenzen für einerseits Investmentfonds in Form von Publikums-Sondervermögen, die den Vorgaben der OGAW-Richtlinien entsprechen und andererseits denen, die ihnen nicht entsprechen, erfolgen.

Der abschließende Katalog der Anlagegegenstände soll Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Bankguthaben, Immobilien, Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften, stille Beteiligungen im Sinne des §230 Handelsgesetzbuch, Einlagen und Anteile an

Investmentvermögen umfassen. Es wird keine gesetzliche Definition des Wertpapierbegriffs (oder eine Verweisung auf den Begriff im KWG) geben, da den ausländischen Anbietern nicht vorgeschrieben werden kann, welchen Wertpapierbegriff sie zu beachten haben. Darüber hinaus dürfen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds) in weiteren Vermögensgegenständen, d.h. in Edelmetallen, Terminkontrakten zu Waren, die an organisierten Märkten gehandelt werden, und Unternehmensbeteiligungen einschließlich Private Equity (allerdings mit einer Anlagegrenze von 30 % des Sondervermögens) anlegen.

2.) Verwaltungsgesellschaft - „Europäischer Pass“

Verwaltungsgesellschaften im Sinne der OGAW-Richtlinie sind Gesellschaften, deren reguläre Tätigkeit in der Verwaltung von OGAW in der Form von Investmentfonds oder Investmentgesellschaften besteht.

Im Herkunftsstaat zugelassene Verwaltungsgesellschaften sind befugt, sofern sie die Voraussetzungen erfüllen und ein Anzeigeverfahren durchlaufen haben, die Dienstleistungen, für die sie in ihrem Heimatstaat eine Zulassung erhalten haben, in der gesamten Europäischen Union mittels Gründung von Zweigniederlassungen oder im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs zu erbringen.

Die Genehmigung der Vertragsbedingungen fällt allein in die Zuständigkeit des Herkunftsmitgliedstaates.

Eine Kapitalanlagegesellschaft, die in einem anderen Mitgliedstaat eine Zweigniederlassung errichten will, hat in Deutschland dieses künftig der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Bundesbank anzuzeigen. Dabei ist der Mitgliedstaat zu benennen, ein Geschäftsplan vorzulegen, eine Adresse, unter der Unterlagen der Kapitalanlagegesellschaft im Aufnahmemitgliedstaat angefordert und an die Schriftstücke zugestellt werden können, sowie der Leiter der Zweigniederlassung anzugeben.

Besteht kein Grund, die Angemessenheit der Organisationsstruktur und der Finanzlage der Kapitalanlagegesellschaft anzuzweifeln, wird die BaFin die Angaben innerhalb von 2 Monaten nach Eingang der Unterlagen den zuständigen Stellen des Aufnahmemitgliedstaates übermitteln.

Ein entsprechendes Verfahren wird für die Anzeige der Absicht einer grenzüberschreitenden Dienstleistungstätigkeit gelten.

Im Ergebnis gibt es künftig zwei europäische Pässe: den für das Sondervermögen (Produktpass) und den für die Verwaltungsgesellschaft. Dabei ist zudem zu unterscheiden zwischen dem Pass für Gesellschaften mit einer Zweigstelle in einem anderen Mitgliedstaat und denen, die im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr tätig werden. Wie diese Unterscheidung vorzunehmen ist, wird von der Richtlinie nicht klar geregelt.

In der Praxis wird eine Gesellschaft im Tätigkeitsstaat anfragen müssen, wie dort die Anzeigepflichten geregelt sind.

Da die Kommission noch keine Mitteilung erlassen hat, wie Art. 6ff der Richtlinie 85/611/EWG in der geänderten Fassung auszulegen sind, wird im deutschen Gesetzentwurf vorgesehen, dass beide Pässe als Voraussetzung für den Vertrieb vorhanden sein müssen. Um eine Inländerdiskriminierung zu verhindern, müssten konsequenterweise von ausländischen Gesellschaften, die in Deutschland Produkte vertreiben wollen, ebenfalls beide Pässe verlangt werden. Andererseits müssen bis zu einer abgestimmten Auslegung auch Gesellschaften aus Mitgliedstaaten, die nur einen Pass voraussetzen, ihre Tätigkeit in Deutschland aufnehmen können.

Die Anzeigeverfahren werden in Deutschland nur für OGAW-konforme Kapitalanlagegesellschaften eröffnet, die nicht die individuelle Grundstücksverwaltung betreiben oder Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken auflegen und mindestens ein richtlinienkonformes Sondervermögen verwalten.

3.) Verwaltungsgesellschaft - Tätigkeiten

Die Tätigkeit von Verwaltungsgesellschaften von OGAW bleibt grundsätzlich entsprechend dem Anhang II der Richtlinie 85/611/EWG die gemeinsame Verwaltung von Portfolios, d.h. Anlageverwaltung, administrative Tätigkeiten und der Vertrieb.

Soweit es das nationale Recht des Herkunftsmitgliedstaates erlaubt, können die Verwaltungsgesellschaften neuerdings auch die Verwaltung von Anlageportfolios auf Einzelkundenbasis (individuelle Portfolioverwaltung) einschließlich der Verwaltung des Portfolios eines Pensionsfonds als erlaubnispflichtige Haupttätigkeit übernehmen. Daneben dürfen die Anlageberatung betrieben und die Verwahrung von Aktien oder Anteilen von OGAW übernommen werden.

In Deutschland wird in Umsetzung der Änderungsrichtlinie 2001/107/EG die individuelle Vermögensverwaltung künftig neben der kollektiven Vermögensverwaltung neue erlaubnispflichtige Haupttätigkeit sein. Es handelt sich dabei um Finanzportfolioverwaltung im Sinne des Kreditwesengesetzes.

Die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG angelegter Vermögen ist jedoch in Bezug auf Derivate eingeschränkt. Art. 5 Abs. 3 der Richtlinie 85/611/EWG in der geänderten Fassung verweist hinsichtlich der für die individuelle Portfolioverwaltung zulässigen Finanzinstrumente auf Abschnitt B des Anhangs zur Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, die keine Derivate enthält, deren Basiswerte Waren oder Edelmetalle sind.

Deutschland wird als weitere Tätigkeit auch die Anlageberatung gestatten. Allerdings wegen Art. 5 Abs. 3 Buchstabe b Satz 2 der Richtlinie 85/611/EWG in der geänderten Fassung nur unter der Voraussetzung, dass die Zulassung der Gesellschaft die Dienstleistung der individuellen Portfolioverwaltung umfasst.

Weitere zulässige Nebentätigkeiten werden die Verwahrung und Verwaltung von Anteilen, die von inländischen oder ausländischen Fremdfonds ausgegeben werden, der Vertrieb von Anteilen von Fremdfonds und der Abschluss von Altersvorsorgeverträgen sein.

4.) Verwaltungsgesellschaft - Mindestkapital

Die Zulassung von Verwaltungsgesellschaften ist nach der Richtlinie vom Vorliegen geeigneter Verwaltungs- und Buchhaltungsverfahren, angemessener interner Kontrollen, ausreichendem Personal und einem Anfangskapital sowie zusätzlichen Eigenmitteln abhängig, um sicher zu stellen, dass die Gesellschaft in der Lage ist, die sich aus ihrer Tätigkeit ergebenden Verpflichtungen zu erfüllen.

Selbstverwaltete Investmentgesellschaften müssen nach der Richtlinie ein Mindestkapital von 300.000 Euro und Verwaltungsgesellschaften von OGAW in Höhe von 125.000 Euro nachweisen. Letztere benötigen zudem zusätzliche Eigenmittel in Abhängigkeit vom verwalteten Vermögen (Dynamisierung mit Erhöhung des haftenden Eigenkapitals um 0,02 % des Betrages, um den das von der Verwaltungsgesellschaft verwaltete Vermögen 250 Millionen Euro übersteigt). Bezugsgröße sind die von der Verwaltungsgesellschaft

verwalteten Portfolios ohne solche, die sie im Auftrage Dritter verwaltet. Die Gesamtsumme des Anfangskapitals und der zusätzlichen Eigenmittel darf 10 Mio. Euro nicht übersteigen.

Deutschland wird im neuen Investmentgesetz das Anfangskapital für Kapitalanlagegesellschaften über die von der Richtlinie vorgesehenen 125.000 Euro hinausgehend auf mindestens 730.000 Euro bzw. mindestens 2,5 Millionen Euro für Immobilien-Sondervermögen und wenn das Depotgeschäft als Nebentätigkeit betrieben wird, festsetzen. (Auf eine Definition des Begriffs Eigenkapital wird verzichtet. Die OGAW-Richtlinie verweist auf die Kapitaladäquanzrichtlinie, die im Kreditwesengesetz umgesetzt wurde (s. §§ 10 und 33 KWG)).

Grund ist, dass die Kapitalanlagegesellschaften Kreditinstitute sind, bei denen eine weitere Absenkung des Eigenkapitals als unangemessen angesehen wird (zudem sind Kapitalanlagegesellschaften mit Wertpapierhandelsbanken vergleichbar; für diese gilt nach § 33 Abs. 1 Nr. 1 Buchstabe c KWG ein Anfangskapital von 730.000 Euro).

Die Absenkung von ursprünglich 2,5 Millionen Euro auf 730.000 Euro ist jedoch wegen der zusätzlichen dynamischen Kapitalanforderungen vertretbar.

Die Absenkung wird zu einer höheren Eigenkapital-Rendite führen und Markteintrittsbarrieren abbauen.

Andererseits sind Institute, die Immobilien-Sondervermögen auflegen (Anfangskapital bisher 5 Mio. Euro) oder das Verwahrgeschäft betreiben, erheblichen zusätzlichen Risiken ausgesetzt, die rechtfertigen, dass das Anfangskapital wie bei Kreditinstituten, die ausschließlich das Depotgeschäft betreiben, auf 2,5 Millionen Euro festgesetzt wird.

Wenn der Wert des Sondervermögens 250 Millionen Euro übersteigt, müssen zusätzliche Eigenmittel von 0,02 % des Betrages, um den die 250 Millionen Euro überschritten werden, bereitstehen. Nach deutschem Verständnis der Richtlinie gilt die Regelung zum zusätzlichen Eigenkapital auch für Gesellschaften, die überwiegend in der individuellen Portfolioverwaltung tätig sind. Jedenfalls gilt die Dynamisierung auch bei Immobilienfonds. Die Eigenmittel müssen unabhängig von der Neuregelung mindestens $\frac{1}{4}$ der Gemeinkosten betragen (s. § 10 Abs. 9 KWG).

5) Verwaltungsgesellschaft - Outsourcing

Verwaltungsgesellschaften dürfen nach der Richtlinie Aufgaben und Funktionen auf Dritte übertragen (Outsourcing). Neuerdings soll auch die Auslagerung des Portfoliomanagements zulässig sein. Es ist allerdings nicht zulässig, Aufgaben so zu übertragen, dass lediglich eine „Briefkastengesellschaft“ übrig bleibt. Die Übertragung darf nicht die Beaufsichtigung beeinträchtigen und befreit die Gesellschaft nicht von ihrer Haftung gegenüber den Anlegern und den zuständigen Behörden.

In den Verkaufsprospekten sind die Aufgaben anzugeben, die übertragen wurden.

In Deutschland darf eine Kapitalanlagegesellschaft bisher als Kreditinstitut unter den Voraussetzungen des § 25a KWG Tätigkeiten auslagern.

Wegen Art. 5g der Richtlinie in der geänderten Fassung darf die Portfolioverwaltung nur auf ein für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassenes Unternehmen ausgelagert werden. Unter Beibehaltung des 4-Augen-Prinzips dürfen die Depotbank und andere Unternehmen, deren Interessen mit denen der Kapitalanlagegesellschaft oder der Anleger kollidieren könnten, nicht mit der Fondsverwaltung betraut werden.

Auslagerung darf ausdrücklich nicht dazu führen, dass die Kapitalanlagegesellschaft zur „leeren Hülle“ verkommt.

Die ausgelagerten Aufgaben werden im Verkaufsprospekt anzugeben sein.

Die Neuregelung zur Auslagerung gibt interessierten Kapitalanlagegesellschaften die notwendige rechtliche Sicherheit für Strukturentscheidungen bei der Bildung von so genannten Master-KAGen. Diese verwalten verschiedene rechtlich selbständige Sondervermögen. Eine Master-KAG kann als großer Spezialfonds bei einer Kapitalanlagegesellschaft mit mehreren Asset Managern für die untergeordneten Segmente gesehen werden. Anstelle verschiedener Kapitalanlagegesellschaften hat der institutionelle Anleger lediglich die Master-KAG in der Bilanz.

Master-KAGen bieten auf der Basis unterschiedlicher Konzepte bisher schon die Fondsbuchhaltung, Controlling, Asset Management oder die Anlageberatung an.

6) Vereinfachter Verkaufsprospekt

Vor dem Hintergrund der Entwicklungen auf dem Gebiet der Informationstechnologie hat die Kommission zusätzlich zum ausführlichen Verkaufsprospekt einen vereinfachten Verkaufsprospekt eingeführt, der dem Anleger in zusammengefasster Form in leicht verständlicher Weise die wesentlichen Angaben zum Fonds zugänglich machen soll und der auch für den Einsatz von elektronischen Medien geeignet sein soll.

Der vereinfachte Prospekt soll den Anlegern vor Abschluss des Vertrages kostenlos zur Verfügung gestellt werden. Damit er in allen Mitgliedstaaten eingesetzt werden kann, dürfen die Mitgliedstaaten keine weiteren Angaben außer denen nach Schema C in Anhang I der Richtlinie vorsehen. Die Sprache muss jedoch die Amtssprache des Aufnahmemitgliedstaates sein.

Auch bei der Umsetzung der Vorschriften zum vereinfachten Verkaufsprospekt gibt es noch Bedarf für Abstimmungen zwischen den Mitgliedstaaten im Rahmen einer Arbeitsgruppe bei der Kommission, um eine europaweite Vergleichbarkeit z.B. hinsichtlich der Angaben zu Steuervorschriften oder zur Ausgestaltung so genannter Umbrella-Fonds sicher zu stellen. Der vereinfachte Verkaufsprospekt führt zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes, da er übersichtlicher ist und vermutlich eher gelesen wird als der ausführliche.

(Im Zusammenhang mit der Schaffung der Regelungen für den Verkaufsprospekt ist hinsichtlich der Informationspflichten und des Widerrufsrechts ein Problem wegen des Verhältnisses der OGAW-Richtlinien zur Fernabsatz- und e-commerce-Richtlinie aufgetreten. Eigentlich sollte die Frage des Widerrufsrechts nicht vom Vertriebsweg abhängen dürfen. Im Rahmen der Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie 2002/65/EG werden in § 312 c BGB die Informationspflichten bei Fernabsatzverträgen neu gefasst und in § 312 d Abs. 4 BGB wird eine neue Nr. 6 angefügt, die ein Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen ausschließt, die eine Finanzdienstleistung zum Gegenstand haben, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt.

Problematisch beim Verhältnis der OGAW-Richtlinie zur Fernabsatz- und ec-commerce-Richtlinie ist bereits die unterschiedliche Anknüpfung an das Recht des Herkunfts- bzw. Aufnahmemitgliedstaates. So haben ausländische Anbieter, die ihre Produkte in Deutschland öffentlich vertreiben wollen, ein Anzeigeverfahren zu durchlaufen, das sich nach deutschen Vorschriften bestimmt, während nach der ec-commerce-Richtlinie Anbieter ihre Dienste im elektronischen Geschäftsverkehr ohne weiteres auf der Grundlage der Vorschriften des Herkunftsstaates in anderen Mitgliedstaaten erbringen dürfen. Auch Nicht-OGAWS könnten so ohne Anzeigeverfahren öffentlich vertrieben werden, geht man von einem Vorrang der e-commerce-Richtlinie aus.

Andererseits gelten nach der Fernabsatzrichtlinie (Art. 4) bereits existierende gemeinschaftsrechtliche Vorschriften weiter, unter die auch die Informationspflichten bei Vertragsschluss über EG-Investmentanteile nach der OGAW-Richtlinie fallen könnten, die somit dann doch entgegen der e-commerce-Richtlinie auch beim Vertrieb im Internet zu beachten wären.

Ein Widerrufsrecht ist nach der Fernabsatzrichtlinie bei Verträgen über Investmentanteile im Fernabsatz ausgeschlossen, um Spekulationsmissbräuche zu verhindern. Entgegen z.B. dem bisher im AusInvestmentG geregelten Widerrufsrecht dürfte das neue Investmentgesetz lediglich eine Information des Anlegers zum Ausschluss des Widerrufsrechts vorsehen. Eine abschließende Klärung der Konkurrenzfrage steht noch aus.)

IV. Weitere Regelungen im Investmentgesetz

Über die Umsetzung der EU-Richtlinien hinaus werden zur Erreichung des Ziels der Verschlankung und Modernisierung bisheriger Vorschriften im KAGG und AusInvestmentG im Rahmen der Zusammenlegung beider Gesetze weitere Änderungen erforderlich.

1.) Beschleunigung des Genehmigungsverfahrens für Vertragsbedingungen

Das Verfahren für die Genehmigung der Vertragsbedingungen soll beschleunigt werden. Bisher verzögerte die zeitintensive Prüfung der Vertragsbedingungen durch die Aufsicht den Marktzugang neuer Produkte. Gleichzeitig wurden durch die Prüfungen Kapazitäten der Aufsichtsbehörde gebunden, die für wichtigere Aufsichtsaufgaben benötigt werden.

Die Geschäftsleiter der Kapitalanlagegesellschaften sollen die Unterlagen, die sie bei der BaFin einreichen, besser aufbereiten und nicht mehr darauf vertrauen, dass die Mitarbeiter der BaFin jede einzelne Formulierung prüfen. Die Genehmigung soll im Regelfall bereits erteilt werden können, wenn Geschäftsleiter der Kapitalanlagegesellschaften die Übereinstimmung der Vertragsbedingungen mit den gesetzlichen Vorschriften erklären und mit ihrer Unterschrift gewährleisten und der Wirtschaftsprüfer die Richtigkeit dieser Aussage bestätigt.

Damit wird die Eigenverantwortung der Geschäftsleiter von Kapitalanlagegesellschaften gestärkt, denn vorsätzliche oder fahrlässig falsche Erklärungen werden aufsichtsrechtliche Maßnahmen nach sich ziehen. Die BaFin hat zudem aufgrund einer allgemeinen Anordnungsbefugnis auch im Nachhinein noch die Möglichkeit, auf eine Anpassung rechtswidriger Vertragsbedingungen hinzuwirken, so dass der Anlegerschutz immer gewährleistet ist.

2.) Neuregelung von Meldepflichten gegenüber der BaFin

Die beabsichtigte Einführung einer umfassenden Meldepflicht als Teil der Einführung einer Marktaufsicht auf dem Wege von einer formellen zu einer materiellen Aufsicht gründet sich auf die Erfahrungen der Aufsichtsbehörde. Die bisherigen halb- und vierteljährlichen Meldungen waren nicht ausreichend. Der BaFin soll es möglich werden, unter Verwendung moderner Datenverarbeitungstechnik die Zusammensetzung des Fondsvermögens zeitnah nachzuvollziehen und die Einhaltung der Vorschriften zu u.a. Anlagegrenzen stichprobenweise überprüfen zu können. So sollen alle Umsätze, die Auswirkung auf das Fondsvermögen haben, täglich auf elektronischem Wege gemeldet werden. Diese Regelungen sind auch Konsequenz aus Art. 5f der geänderten OGAW-Richtlinie, da so die Einhaltung der vorgeschriebenen Wohlverhaltensregeln überprüft werden kann. Ferner sollen Vermögensaufstellungen vorgelegt werden, um der BaFin eine kontinuierliche Bewertung des Fondsvermögens zu erlauben, ohne Bewertungskriterien vorgeben zu müssen, und die Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Anlagegrenzen zu ermöglichen. Da es sich bei den übertragenen Daten nicht um personenbezogene Daten handelt und die Daten nicht einer Überprüfung von Anlageentscheidungen oder unternehmerischen Entscheidungen dienen wird, besteht nicht die Gefahr des „gläsernen Fonds“. Stattdessen wird die Qualität der Aufsicht im Interesse des Anlegerschutzes verbessert (auch als Gegengewicht zu Lockerungen bei der Genehmigung) und die Gesellschaften können die Tatsache der effektiveren Aufsicht im Wettbewerb als „Gütesiegel“ nutzen.

3.) Umbrella-Fonds

Sondervermögen sollen die Möglichkeit erhalten, unter einem Schirm (umbrella) mehrere Teilfonds mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten zu vereinen. Mit der Struktur der „Umbrella-Fonds“ wird dem Anleger eine günstige Möglichkeit eingeräumt, zwischen einzelnen Teilfonds zu wechseln. Diese Anlageform wird schon in Luxemburg, Irland und Großbritannien erfolgreich praktiziert. Deutschland wird mit der Neuregelung auch auf diesem Gebiet wettbewerbsfähig.

4.) Verschmelzung von Sondervermögen

Die Verschmelzung von Sondervermögen sollte bereits im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz geregelt werden, scheiterte aber an steuerrechtlichen Fragen. Die Verschmelzung von Sondervermögen ist von der BaFin zu genehmigen. Sie ist zulässig, wenn u.a. das übernehmende Sondervermögen von derselben Kapitalanlagegesellschaft verwaltet wird und die Anlagegrundsätze und –grenzen nicht wesentlich von einander

abweichen. Es handelt sich um das Einbringen von Vermögensgegenständen eines Sondervermögens in ein anderes. Dafür ist auch eine Lockerung des Sacheinlageverbotes notwendig.

Eine Verschmelzung kann zu einer wünschenswerten Straffung der Produktpalette einer Kapitalanlagegesellschaft führen und mehr Transparenz für den Anleger schaffen. Damit wird einem Bedürfnis der Wirtschaft entsprochen und gleichzeitig werden die Interessen der Anleger der beteiligten Sondervermögen geschützt.

5) Kostentransparenz

Kapitalanlagegesellschaften sollen im Jahresbericht und in den Verkaufsprospekten Angaben zu allen Kosten und Gebühren machen, die unmittelbar und mittelbar vom Anleger zu tragen sind (u.a. Offenlegung der Berechnung von Pauschalgebühren und performanceabhängiger Gebühren und Hinweise auf Bestandsprovisionen). Der verbesserten Kostentransparenz soll u.a. eine Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) dienen. Die TER stellt das Verhältnis aller bei der Verwaltung zu Lasten des Sondervermögens anfallenden Kosten zu dem durchschnittlichen Nettoinventarwert des Sondervermögens innerhalb des vorangegangenen Geschäftsjahres dar. Näheres wird in einer Rechtsverordnung geregelt.

6) Vertriebsregelung

Im Hinblick auf den Vertrieb von in- und ausländischen Investmentanteilen zielt der Gesetzentwurf im Bereich der nicht OGAW-konformen Investmentvermögen generell auf eine Angleichung der Voraussetzungen für die Vertragsbedingungen, den Verkaufsprospekt und die Rechnungslegung, um dem Anleger die Möglichkeit der Vergleichbarkeit zwischen in- und ausländischen Produkten zu erleichtern.

Der Vertrieb von Anteilen an Investmentvermögen mit Sitz außerhalb der EU und des EWR wird zugelassen, wenn Gegenseitigkeit hinsichtlich aufsichtsrechtlicher Maßnahmen zum Schutz der Anleger gewährleistet ist. Die zuständigen Aufsichtsstellen des Drittlandes müssen zu einer Zusammenarbeit mit der BaFin bereit sein. Dieses muss auf der Grundlage einer zwischenstaatlichen Vereinbarung sichergestellt sein. Gleiches gilt für die Zusammenarbeit hinsichtlich steuerlich relevanter Daten.

Dabei sollen Investmentvermögen, die bereits in Deutschland zum Vertrieb registriert sind, Bestandsschutz genießen.

V. Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken

In einem besonderen Kapitel des Investmentgesetzes werden Regelungen für die Zulassung und Regulierung von Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, d.h. so genannten Hedgefonds aufgenommen.

Anbieter von Hedgefondsanteilen, deren Hauptmerkmal flexible Anlagestrategien bei größtmöglicher Freiheit bei der Vermögensanlage sind, sollen in Deutschland auf moderne und liberale rechtliche Rahmenbedingungen treffen. Insbesondere hinsichtlich der im Rahmen der Anlagestrategien vielfach durchgeführten Leerverkäufe sowie bei der Steigerung des Investitionsgrades über die Aufnahme von Fremdmitteln oder den Einsatz von Derivaten (Leverage) will sich der deutsche Gesetzgeber für eine großzügige Regelung entscheiden und Anbietern, die ihre Produkte an institutionelle Anleger vertreiben, grundsätzlich keine Beschränkungen auferlegen. Stattdessen sollen hohe Anforderungen an die Gesellschaften und die Manager gestellt werden.

Privatanleger sollen ebenfalls von den Vorteilen einer Anlage in Hedgefonds profitieren können, doch steht für den Gesetzgeber hier der Schutz des Anlegers im Vordergrund. Deshalb wird wegen der andersartigen und komplexen Struktur der Produkte und des damit verbundenen zusätzlichen Risikos der Vertrieb von sogenannten Single Hedge Funds eingeschränkt, d.h. Privatanleger werden nur Anteile an Dachfonds erwerben dürfen, die in Hedgefonds anlegen und per se bereits eine Risikostreuung bieten, die das Verlustrisiko des privaten Anlegers begrenzt.

Dennoch ist wegen des nicht zu vernachlässigenden Risikos ein ausdrücklicher Warnhinweis vorgesehen, der dem potentiellen Anleger deutlich machen soll, dass er bis zu 100 Prozent seines Anlagevermögens verlieren kann.

Insgesamt wird sich der Verbraucher mit der neuen gesetzlichen Regelung besser stehen, da er künftig in regulierte Produkte beaufsichtigter Anbieter investieren kann und nicht mehr auf unregulierte Produkte wie die bisher von den Banken aufgelegten Hedgefonds-Zertifikate zurückgreifen muss.

Allerdings sind entsprechende steuerrechtliche Bestimmungen erforderlich, die Hedgefonds gegenüber herkömmlichen Investmentfonds und Hedgefonds-Zertifikaten nicht benachteiligen.

VI. Neuregelung der Investmentaktiengesellschaft

Mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz wurden 1997 in das KAGG gesetzliche Regelungen zur Investmentaktiengesellschaft aufgenommen. Die Wirtschaft hat diese Rechtsform bisher jedoch nicht angenommen.

Die Investmentaktiengesellschaft ist eine Aktiengesellschaft, bei der der Unternehmensgegenstand auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung beschränkt ist. Bei der Investmentaktiengesellschaft herkömmlicher Art mit fixem Kapital nach dem KAGG handelt es sich um einen geschlossenen Investmentfonds. Sie wird nicht als Kreditinstitut sondern als Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Kreditwesengesetzes behandelt. Deshalb bietet sie sich als Alternative zur Kapitalanlagegesellschaft für Anbieter von Hedgefonds an, die die Voraussetzungen für eine Kapitalanlagegesellschaft nicht erfüllen wollen oder können.

Um den Anbietern von Hedgefonds eine attraktive Möglichkeit zu eröffnen, außerhalb der Kapitalanlagegesellschaft Fonds aufzulegen, sollen die bestehenden Regelungen zur Investmentaktiengesellschaft überarbeitet werden. So wird neben der bisherigen Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital eine Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (als offener Investmentfonds) eingeführt werden, wie sie bereits mit der SICAV in Luxemburg verbreitet ist. Eine Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital kann im Rahmen eines in der Satzung festgelegten Mindest- und Höchstkapitals jederzeit Aktien ausgeben, zurückkaufen und weiterveräußern. Damit wird die in der Kapitalrichtlinie 77/91/EG vom 13. Dezember 1976 angelegte Rechtsform der offenen Investmentaktiengesellschaft im nationalen Recht eingeführt und der Investmentstandort Deutschland für den Wettbewerb gestärkt. Gleichzeitig müssen die bisherigen steuerrechtlichen Benachteiligungen für Investmentaktiengesellschaften aufgehoben werden.

VII. Investmentsteuergesetz

Steuerrechtliche Vorschriften, die sich bisher z.B. im AuslInvestmentG fanden, werden in einem eigenständigen Investmentsteuergesetz zusammengefasst.

Die grundlegende Überarbeitung der steuerlichen Regelungen des KAGG und des AuslInvestmentG in Anpassung an das neue Investmentgesetz führen zu einer Vielzahl von Änderungen. Zu erwähnen sind vor allem:

- die Einbeziehung der Investmentaktiengesellschaft und der Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken,
- die mittelfristige Einführung eines formalrechtlichen Investmentbegriffs auch für ausländische Investmentvermögen,

- eine Regelung zur steuerlichen Ermittlung der Erträge,
- eine Regelung zur Verschmelzung von Investmentfonds.

Als Reaktion auf ein von der EU-Kommission eingeleitetes Vertragsverletzungsverfahren wegen der geltenden steuerlichen Regelungen für Auslandsfonds, d.h. der Nichtanwendung des so genannten Halbeinkünfteverfahrens bei Dividenden und Aktien-Veräußerungsgewinnen, wird die bisherige Unterscheidung zwischen weißen, grauen und schwarzen Fonds mit Benachteiligungen für ausländische Anbieter entfallen.

Termingeschäfte, ob zu Zwecken der Absicherung oder zu Investitionszwecken getätigt, werden nicht besteuert. Damit wird ein Anleger, der Anteile von Hedgefonds erwirbt, die Termingeschäfte tätigen, steuerlich genauso behandelt, wie wenn er Hedgefonds-Zertifikate erwirbt. Dieses sollte positive Auswirkungen auf die Attraktivität der geplanten Regelungen für Hedgefonds aber auch für Derivatefonds haben.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT