



Juristische Fakultät

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers
Juristische Fakultät – Universitätsstraße 24 – 86159 Augsburg

An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestags
Herrn MdB Eduard Oswald
Paul-Löbe-Haus
Platz der Republik 1

11011 Berlin

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers
Lehrstuhl für
Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht,
Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung

Inhaber eines Jean-Monnet-Lehrstuhls

Geschäftsführender Direktor
des Instituts für Europäische Rechtsordnungen

Universitätsstraße 24
86159 Augsburg
Zi-Nr.: 1026
Telefon: (0821) 598-4516
Telefax: (0821) 598-4517
E-Mail: thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de
Internet: www.thomas-moellers.de

2. Juli 2007

Schriftliche Stellungnahme

Zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz – InvÄndG, BT-Drs. 16/5576)“ sowie dem Antrag der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN „Offene Immobilienfonds – Marktstabilität sichern, Anlegervertrauen stärken (BT-Drs. 16/661)“

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

zusammen mit meinem wissenschaftlichen Assistenten, Herrn Akademischem Rat Thomas Wenninger, erlaube ich mir zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz – InvÄndG, BT-Drs. 16/5576)“ sowie dem Antrag der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN „Offene Immobilienfonds – Markt-

Stabilität sichern, Anlegervertrauen stärken (BT-Drs. 16/661)“ wie folgt Stellung zu nehmen:

A. ANLEGERSCHUTZ DURCH KONTROLLE

I. Kontrolle als Mittel der Motivation

Das Investmentgesetz (InvG) stellt Vehikel zur Organisation von Publikums-Investmentfonds bereit. In der Praxis wählen deutsche Fondsanbieter ganz überwiegend das „Treuhandmodell“, bei dem eine Kapitalanlagegesellschaft (KAG) das von den Anlegern aufgebraachte Kapital fiduziarisch verwaltet. Dabei ist die KAG nicht nur einzelvertraglich, sondern auch gesetzlich verpflichtet, ausschließlich im Interesse der Anleger zu handeln (§ 9 Abs. 2 InvG). Wie bei jeder fiduziarischen Geschäftstätigkeit ist dennoch auch im Bereich der Investmentfonds die Frage berechtigt, wie der Treugeber den Treuhändler zur bestmöglichen Erfüllung seiner Pflichten anhalten kann. Der für Austauschverhältnisse charakteristische Automatismus, dass der Interessenantagonismus der beteiligten Personen ohne weiteres Zutun zu einem paritätischen Interessenausgleich führt, gilt für fiduziarische Beziehungen gerade nicht. Bereits der römische Dichter *Juvenal* wusste um diesen Konflikt, indem er formulierte: *Sed quis custodiet ipsos custodes?* (lat.: Aber wer soll mir die Wächter selbst bewachen? – *Juvenal*, *Satura VI*, 347 f.). Dabei entspricht es einem allgemeinen Erfahrungssatz, dass den Möglichkeiten, die Tätigkeit des Treuhändlers zu kontrollieren und ggf. zu sanktionieren, wesentliche Bedeutung für dessen Motivation und damit die Qualität seiner Leistungen zukommt.

II. Der Status quo

Das InvG sieht bereits Mechanismen vor, welche die KAG zur Wahrung der Anlegerinteressen anhalten: Investmentfonds unterliegen staatlicher Aufsicht, Prospekt-, und Berichtspflichten sorgen für Transparenz gegenüber dem Markt. Die Depotbank ist im Interesse der Anleger zum Einschreiten berufen, wenn die KAG gegen die Vertragsbedingungen oder gesetzliche Vorgaben verstößt. Die Geschäftstätigkeit der

KAG wird von einem Aufsichtsrat überwacht, außerdem steht dem Anleger ein klagbarer Anspruch auf Interessenwahrung zu.

In der Praxis fehlt einigen dieser Kontrollmechanismen nicht selten ihre Durchsetzungskraft. So erschöpft sich die staatliche Aufsicht in einer Rechtmäßigkeitskontrolle, die Qualität der Verwaltungstätigkeit wird nicht bewertet. Die KAG ist regelmäßig eine Tochtergesellschaft der Depotbank, was zu einem Interessenkonflikt bei der Überwachungstätigkeit führt. Als Alleingesellschafterin bestellt die Depotbank die Mitglieder des Aufsichtsrats der KAG, die sich darum ebenfalls stets in einem latenten Interessenkonflikt befinden. Beides ist effizienter Kontrolltätigkeit abträglich. Hinzu kommt, dass es für den einzelnen Anleger nur in den seltensten Fällen wirtschaftlich sinnvoll sein wird, seinen Anspruch auf Interessenwahrung gegenüber der KAG geltend zu machen.

Es besteht darum häufig ein Kontrollvakuum zu Lasten der Investmentsparer, d.h. den wirtschaftlichen Eigentümern des Fondsvermögens. Die jederzeitige Möglichkeit der Rückgabe oder Veräußerung der Anteile an dem Investmentvermögen auf dem Sekundärmarkt („exit“) kompensiert dies nur eingeschränkt, denn die Realisation des gebundenen Kapitals ist der Preisbildung durch den Markt unterworfen, welche dann auch die nicht optimalen Leistungen der KAG unmittelbar abbildet.

Besonders deutlich wird das beschriebene Kontrolldefizit bei einem Vergleich von Publikums-Investmentfonds mit börsennotierten Aktiengesellschaften. Der Aktiengesellschaft ist die Kapitalsammelfunktion originär zu Eigen (*Semler*, in: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2000, Einl. Rdn. 8; *Hoffmann-Becking*, in: MünchHdb des GesR, Bd. 4: Die Aktiengesellschaft, 1988, § 2 Rdn. 4). Sie ist darum mit Investmentvermögen nach dem InvG vergleichbar. Über die Möglichkeit der jederzeitigen Anteilsveräußerung („exit“) hinaus bestehen bei der Aktiengesellschaft vielfache Mechanismen zur Kontrolle des Vorstandshandelns, deren Effektivität der Gesetzgeber gerade in jüngerer Zeit vom Gesetzgeber nochmals erheblich verbessert hat, insbesondere durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – KonTraG v. 27.4.1998 (BGBl. I, S. 786) sowie das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts – UMAG v. 22.9.2005 (BGBl. I, S. 2802).

Zusammenfassend ist darum festzustellen, dass das InvG den Grundsatz „Macht braucht Kontrolle“ jedenfalls bislang nur eingeschränkt beherzigt: Es besteht Regelungsbedarf.

III. Bewertung der Vorschläge des Regierungsentwurfs zur Verbesserung der Kontrolle der KAG

Die Maßnahmen des vorliegenden Regierungsentwurfs für ein Investmentänderungsgesetz zur Stärkung der Kontrolle über die KAG sind zu begrüßen.

1. Unabhängiges Aufsichtsratsmitglied

Die in Nr. 9.c des Regierungsentwurfs (§ 6 Abs. 2.a InvG-RegE) vorgesehene Verpflichtung, wenigstens *eine* unabhängige Person in den Aufsichtsrat der KAG zu entsenden, ist begrüßenswert. Sie greift aber zu kurz, wenn nicht sichergestellt ist, dass diese Person auch über das notwendige Fachwissen verfügt, um seiner Kontrollaufgabe (§ 111 AktG in analoger Anwendung) umfassend nachkommen zu können. Die Soll-Vorschrift des § 6 Abs. 3 S. 1 InvG sollte darum mit verpflichtendem Charakter versehen werden. § 6 Abs. 3 InvG könnte wie folgt gefasst werden:

(3) Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen ihrer Persönlichkeit und ihrer Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Anleger gewährleisten. Die Bestellung und das Ausscheiden von Mitgliedern des Aufsichtsrats ist der Bundesanstalt unverzüglich anzuzeigen. Bei der Bestellung als unabhängiges Aufsichtsratsmitglied gemäß Abs. 2a hat die Anzeige an die Bundesanstalt einen schriftlichen Nachweis der zur effektiven Wahrnehmung der Kontrollaufgabe erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen zu enthalten.

2. Kontrollpflicht der Depotbank

Die in Nr. 31.d des Regierungsentwurfs (§ 27 Abs. 1 Nr. 5 InvG-RegE) sieht vor, dass die Depotbank auch dazu berufen ist, „die für das jeweilige Sondervermögen geltenden gesetzlichen und in den Vertragsbedingungen festgelegten Anlagegrundsätze und Anlagegrenzen einzuhalten“. Diese gesetzliche Klarstellung der Kontrollaufgabe der Depotbank ist zu begrüßen. Es ist zu betonen, dass die Aufgabe der Depotbank zur „Rechtsaufsicht“ über die Anlageentscheidungen der KAG unter Umständen auch eine

„Fachaufsicht“ bedeuten kann. Dies ist dann der Fall, wenn trotz formaljuristischer Beachtung der Anlagerichtlinien materiell eine Schädigung der Anlegerinteressen vorliegt. Derartige Situationen liegen vor, wenn die KAG durch häufiges Umschichten des Fondsvermögens unnötig Spesen zu Lasten des Fondsvermögens produziert oder unangemessene Risiken eingeht.

Im Hinblick auf die voraussichtlich auch künftig vielfach bestehende gesellschaftsrechtliche Verschränkung von KAG und Depotbank bleibt ein Vollzugsdefizit der Kontrollfunktion der Depotbank zu befürchten. Die wünschenswerte stärkere institutionelle Trennung von KAG und Depotbank scheint der Praxis jedoch nicht vermittelbar.

3. Kostentransparenz

Unterstützung verdient die in Nr. 39.b des Regierungsentwurfs (§ 41 Abs. 2.a InvG-RegE) vorgeschlagene Verpflichtung der KAG, einen Passus in die Vertragsbedingungen aufzunehmen, dass eine Benachteiligung der Anleger durch unnötige Produktion von Transaktionskosten nicht stattfindet. In der Vergangenheit war wiederholt zu beobachten, dass das Fondsvermögen durch die künstliche Generierung von Spesen geschmälert wurde. Die genannte Bestimmung wirkt derartiger Spesenreiterei („Churning“) entgegen. Sie konkretisiert so die Verpflichtung der KAG zur Wahrung der Interessen der treugebenden Anleger. Um Spesenreiterei künftig wirkungsvoll zu vermeiden, wäre freilich eine bestimmtere Wortwahl wünschenswert. Empfohlen wird ein verbindlicherer Wortlaut, der auf den Einschub „*unter Berücksichtigung des Wertes des Sondervermögens und der Anlegerstruktur*“ im zweiten Satz des § 41 Abs. 2.a InvG-RegE verzichtet.

4. Bewertung des Fondsvermögens durch unabhängige Sachverständige

Die in Nr. 60 des Regierungsentwurfs (§77 InvG-RegE) vorgesehenen Maßnahmen zur Sicherung einer unabhängigen Bewertung der Immobilien, die für ein Fondsvermögen erworben werden sollen oder sich in einem solchen befinden, verdienen Zustimmung. Ebenso, wie die geringe Fungibilität von Immobilien es rechtfertigt, Einschränkungen des Anspruchs auf jederzeitige Rückgabe der Fondsanteile vorzusehen, macht sie die Bewertung durch eine unabhängige Expertenkommission erforderlich.

Die bisherigen Regelungen, die das InvG hierzu vorsieht, haben sich in der Praxis allzu oft nicht bewährt. Das rotierende Modell mit einem Haupt- und zwei Nebengutachtern scheint hier der richtige Weg. Um fortgesetzte Fehlbewertungen zu vermeiden, sollte auch der im Kreis Sachverständigen stetig erneuert werden. Hierzu wäre es wünschenswert, eine absolute Deckelung der Amtszeit eines Sachverständigen auf fünf Jahre vorzusehen. Entsprechend sollte die in Nr. 60.c des Regierungsentwurfs (§ 77 Abs. 2 S. 4 InvG-RegE) vorgesehene Möglichkeit zur Verlängerung der Tätigkeit als Sachverständiger für jeweils ein weiteres Jahr gestrichen werden.

IV. Forderung nach einem Ombudsmann für Publikums-Investmentfonds

So sehr die genannten Regelungen in die richtige Richtung weisen, können sie das beschriebene Kontrolldefizit nicht vollständig beseitigen. Dies ist umso misslicher, als die unter dem Stichwort „Deregulierung“ vorgeschlagenen Maßnahmen zur Entlastung der KAG aus der staatlichen Aufsicht die Kontrollfunktion der Depotbank und des Aufsichtsrats unterstreichen. Es fehlt weiterhin an einer Einrichtung, die es den Investmentsparern ermöglicht, wirksam als Gruppe gegenüber der KAG aufzutreten und die eigenen Interessen einzufordern. Eine der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft vergleichbare Veranstaltung sieht das Investmentrecht nicht vor. Die Mitglieder des Aufsichtsrats werden nicht von den Investmentsparern gewählt. Sie können darum nicht wie bei der Aktiengesellschaft als deren Interessenvertreter verstanden werden. Eine Selbstorganisation der Investmentsparer scheitert an den geringen tatsächlichen Möglichkeiten, die eigenen Interessen wahrzunehmen. Gleichzeitig macht die Dimension des in Investmentfonds gebundenen Kapitals eine effektive Sicherung der Anlegerinteressen dringend erforderlich.

Nahe liegt damit der Gedanke an eine erweiterte staatliche Aufsicht. Anzuraten ist die Installation eines Ombudsmanns für Publikums-Investmentfonds. Im Anschluss an britische und australische Vorbilder existiert ein Ombudsmann als außergerichtlicher Schlichter von Zwistigkeiten zwischen Kreditinstituten und ihren privaten Kunden schon seit dem Jahr 1992 (*Schwintowski/Schäfer*, Bankrecht, 2. Aufl. 2004, § 1 Rdn. 33 ff.; *Steuer*, in: Hellner/Steuer (Hrsg.), Bankrechts-Hdb. Bd. 1, Stand: 72. EL Feb.

2007, § 2 Rdn. 1070 ff.). Die Aufgabe des Ombudsmanns bestünde darin, Verdachtsmomenten nachzugehen, dass eine KAG nicht im bestmöglichen Anlegerinteresse handelt. Wenn sich der Vorwurf gegen die KAG als begründet erweist, kann er öffentlich eine Rüge aussprechen und die Investmentsparer so vor einer (weiteren) Investition in das von dieser KAG verwaltete Fondsvermögen warnen.

B. INFRASTRUKTUR-SONDERVERMÖGEN

Der Regierungsentwurf sieht in Nr. 69 (Abschnitt 6, §§90a ff. InvG-RegE) die Schaffung von Infrastruktur-Sondervermögen als neuen Typus für Investment-Sondervermögens vor. Die Besonderheit derartiger Sondervermögen, in der zugleich ihr Geltungsgrund zu erblicken ist, liegt in der Möglichkeit, für Rechnung des Fondsvermögens Anteile an Gesellschaften zu erwerben, deren Gesellschaftszweck in der Durchführung von öffentlich-privaten Partnerschaftsprojekten (ÖPP-Projekten) besteht.

Das Bedürfnis für die Installation eines derartigen Fondsvehikels erschließt sich den Verfassern nicht. Das private Gesellschaftsrecht bietet zahlreiche Rechtsformen, um ÖPP-Projektgesellschaften zu organisieren. Würde die ÖPP-Projektgesellschaft etwa in einer der für kapitalintensive privatwirtschaftliche Unternehmungen besonders geeigneten Rechtsformen Aktiengesellschaft oder KGaA organisiert, so könnten Anteile an einer solchen Projektgesellschaft schon heute für Rechnung eines Investmentfonds-Sondervermögens erworben werden. Die Aktiengesellschaft wurde im 19. Jahrhundert gerade zu dem Zweck entwickelt, kapitalintensive Infrastrukturprojekte wie etwa neue Eisenbahnlinien durchzuführen. Die zivilrechtlichen Gesellschaftsformen balancieren die Interessen der Beteiligten angemessen aus. Mitspracherechte stellen sicher, dass die Interessen der Eigenkapitalgeber angemessene Berücksichtigung finden. Bei Investmentvermögen nach dem InvG ist dies, wie bereits gesehen, nicht immer in zufriedenstellender Weise der Fall.

Darüber hinaus ist der Erwerb von Anteilen an ÖPP-Projektgesellschaften für Rechnung eines Infrastruktur-Sondervermögens gem. § 90 Abs. 2, 4, 5 und 6 InvG-RegE mit derart massiven Einschränkungen verbunden, dass höchst fraglich ist, ob die

Praxis den neuen Sondervermögens-Typus annehmen würde. Die stark eingeschränkte Möglichkeit der Rückgabe einmal erworbener Anteile an einem Infrastruktur-Sondervermögen gem. § 90d Abs. 1 InvG-RegE lässt ein Engagement in Infrastruktur-Sondervermögens aus Anlegersicht wenig attraktiv erscheinen.

Anstatt mit Infrastruktur-Sondervermögen eine neue, in vielerlei Hinsicht unrunde Kapitalsammelstruktur zu schaffen, scheint es vorzugswürdig, die Gründer von ÖPP-Projektgesellschaften auf die bestehenden Gestaltungsmöglichkeiten des privaten Gesellschaftsrechts zu verweisen.



Professor Dr. Thomas M. J. Möllers



Akademischer Rat

Thomas Wenninger