



LUDWIG-
MAXIMILIANS-
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

JURISTISCHE FAKULTÄT
INSTITUT FÜR INTERNATIONALES RECHT –
RECHTSVERGLEICHUNG



Andreas Engert · LMU · Veterinärstraße 5 · 80539 München

An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestages
Herrn Eduard Oswald, MdB
Platz der Republik 1

11011 Berlin

Ihr Zeichen, Ihre Nachricht vom Unser Zeichen

Dr. Andreas Engert,
LL.M. (Univ. Chicago)

Telefon +49 (0)89 2180-2023
Mobil +49 (0)171 4767967
Telefax +49 (0)89 2180-992023

andreas@engert.info

www.jura.uni-muenchen.de
www.engert.info

Veterinärstraße 5
80539 München

München, 27. Juni 2007

Stellungnahme zum Entwurf eines Investmentänderungsgesetzes, BT-Drs. 16/5576

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

zu dem Entwurf eines Investmentänderungsgesetzes nehme ich im Folgenden vorab schriftlich Stellung.

Der Entwurf ist insgesamt zu begrüßen, weil er das deutsche Investmentrecht für die Auflegung von Fonds wieder attraktiver macht.

Änderungsbedarf besteht aus meiner Sicht allerdings in den folgenden Punkten:

I. Erfassung des Graumarktes

Der Gesetzentwurf ändert nichts daran, dass Wertpapier- und Derivatefonds ganz ohne oder mit einer völlig unzureichenden Regulierung aufgelegt und öffentlich vertrieben werden dürfen. Die Folgen für betroffene Anleger können dramatisch sein, wie sich beispielhaft am Zusammenbruch der Phoenix Kapitaldienst GmbH zeigt. Während der Anlegerschutz innerhalb der investmentrechtlich regulierten Fonds ein insgesamt zufrieden stellendes Niveau erreicht hat, bildet die „Abdingbarkeit“ des Investmentrechts eine eklatante Schutzlücke. Diese wiegt umso schwerer, als die im Investmentgesetz geregelten offenen Fonds gerade auch für kleine Anleger in Betracht kommen, die besonders leicht Opfer unseriöser oder betrügerischer Angebote werden.

Es kommt hinzu, dass die deutsche Rechtslage – was bislang übersehen wurde – eindeutig gegen die europäische Investmentrichtlinie (OGAW-Richtlinie) verstößt. Wie bei Banken und anderen Finanzintermediären auch verlangt das europäische Recht eine *zwingende* Regulierung der von der Richtlinie erfassten Investmentfonds. Das geltende Recht ist daher richtlinienwidrig, soweit es sich zur Disposition der Anbieter stellt.

Aus Gründen des Anlegerschutzes und um den deutschen Verpflichtungen aus der Richtlinie gerecht zu werden, sollte daher das Investmentgesetz für öffentlich vertriebene Investmentfonds zwingend ausgestaltet werden. Im Einklang mit der Richtlinie sollten

davon nur offene Investmentfonds erfasst werden, so dass zum Beispiel geschlossene Immobilienfonds weiterhin unreguliert blieben. Eine wesentliche Zusatzbelastung der BaFin ist von diesem Vorschlag nicht zu erwarten. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass viele unseriöse Anbieter den Markt verlassen würden. Sofern Anbieter bereit sind, sich der Regulierung nach dem Investmentgesetz zu unterwerfen, käme es bei der BaFin zwar zu einem Mehraufwand; dies läge aber im Interesse sowohl des Anlegerschutzes als auch des Finanzplatzes.

Eine nähere Begründung und ein Vorschlag zur Änderung des Investmentgesetzes findet sich in **Anhang A**.

II. Weitere Liberalisierungsschritte bei Spezialfonds

Deutschland steht bei der Auflegung von Investmentfonds in einem scharfen Wettbewerb insbesondere mit Luxemburg. Bei den der Investmentrichtlinie unterliegenden Publikumsfonds hat Deutschland durch eine zögerliche Reaktion bereits ungefähr die Hälfte seines Marktes an Luxemburg eingebüßt. Diese Entwicklung droht sich nun bei Investmentfonds für große Anleger (Spezialfonds) zu wiederholen: Luxemburg hat am 13.2.2007 ein Spezialfonds-Gesetz erlassen, um auch in diesem Segment in den deutschen Markt vorzudringen.

Deutschland sollte diesem Vorstoß begegnen, bevor ein großer Teil auch dieses Marktes verloren ist. Der Schlüssel dazu ist eine möglichst große Gestaltungsfreiheit bei Spezialfonds. Aus Sicht des Anlegerschutzes bestehen dagegen keine Bedenken: Der Zugang zu Spezialfonds ist auf qualifizierte Anleger beschränkt, die sich selbst schützen können. Soweit es sich um institutionelle Anleger handelt, genügt deren eigene Regulierung, um die Risiken angemessen zu begrenzen.

Der Entwurf unternimmt zwar bereits Schritte zu einer Liberalisierung bei Spezialfonds, er bleibt aber in zwei Punkten deutlich hinter der luxemburgischen Regelung zurück:

- Spezialfonds sollten auch natürlichen Personen als Anlegern offen stehen, sofern ihre Qualifikation zum Beispiel durch die Höhe des investierten Betrags nachgewiesen wird. Der bloße Ausschluss natürlicher Personen – wie ihn der Entwurf vorsieht – gewährleistet eine solche Qualifikation nicht, ruft aber überflüssige Transaktionskosten hervor und schreckt damit von der Nutzung des Fondsstandorts Deutschland ab.
- Die Anlageregeln sollten weiter gehend liberalisiert werden, als der Entwurf dies vorsieht. Es gibt keine stichhaltigen Gründe, qualifizierten Anlegern eine bestimmte Anlagepolitik von Gesetzes wegen vorzuschreiben.

Nähere Erläuterungen zu diesem Punkt finden sich in **Anhang B**.

III. Korrektur der Definition der Kapitalanlagegesellschaft

Der Entwurf schlägt vor, Kapitalanlagegesellschaften künftig als Verwalter von „inländischen Investmentvermögen“ zu definieren (§ 2 Abs. 6, § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG-E). Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass Kapitalanlagegesellschaften nicht nur Sondervermögen, sondern auch Investmentaktiengesellschaften verwalten können. „Inländische Investmentvermögen“ wird somit als Oberbegriff zu Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften verwendet. Das ist an dieser Stelle problematisch, weil der Begriff des Investmentvermögens nach § 1 Satz 2 InvG materiell definiert ist. Somit läge eine Kapitalanlagegesellschaft beispielsweise auch vor, wenn ein Unternehmen einen Fonds außerhalb des Investmentgesetzes (z.B. in Form einer Kommanditgesellschaft) verwaltet. Da ein solches Unternehmen keine Erlaubnis nach § 7 Abs. 1 InvG hätte, läge ein Verstoß gegen den (neuen) Straftatbestand des § 143a InvG vor, was nicht gewollt sein kann.

Richtigerweise muss die Definition der Kapitalanlagegesellschaft daher auf die im Investmentgesetz geregelten Formen von Investmentvermögen abstellen. Dies könnte durch folgende Formulierungen erreicht werden:

In § 2 Abs. 6 in der Fassung des Entwurfs werden die Worte „inländischen Investmentvermögen oder in der Verwaltung von inländischen Investmentvermögen und“ durch die Worte „Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften nach § 96 Abs. 4 sowie in“ ersetzt.

In § 6 Abs. 1 Satz 1 in der Fassung des Entwurfs werden die Worte „inländische Investmentvermögen“ durch die Worte „Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften gemäß § 96 Abs. 4“ ersetzt.

Für weitergehende Fragen stehe ich Ihnen bei der öffentlichen Anhörung am 4. Juli 2007 gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Andreas Engert

Anhang A: Begründung und Vorschlag zu einer Erfassung von Graumarktfonds

I. Handlungsbedarf

Für die investmentrechtlich bisher nicht erfassten Fälle der kollektiven Vermögensverwaltung enthält auch der vorliegende Entwurf keine Regelung. Hier besteht akuter Handlungsbedarf:

1. Anlegerschutz

In den letzten Jahre haben Investmentgestaltungen außerhalb des Investmentgesetzes für Aufmerksamkeit gesorgt. So wurde in einer Vielzahl von Fällen der Versuch unternommen, Investmentvermögen in Finanzinstrumenten außerhalb jeder Regulierung aufzulegen. Die BaFin ist hiergegen zwar bislang mit Erfolg eingeschritten. Die juristische Grundlage für dieses Vorgehen steht jedoch in Zweifel und wird höchstrichterlich keinen Bestand haben.¹ Damit droht die Entstehung eines völlig unregulierten Bereiches der kollektiven Vermögensverwaltung.

Etwas anders gelagert ist der Fall der Phoenix Kapitaldienst GmbH: Soweit sich dies aus öffentlich zugänglichen Quellen erschließen lässt, wurde auch dabei eine kollektive Vermögensverwaltung in Finanzinstrumenten angeboten. Tatsächlich betrieb das Unternehmen aber ein betrügerisches Schneeballsystem, das in massiven Anlegerverlusten und einer schweren Belastung der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) mündete. Die Phoenix Kapitaldienst GmbH unterlag zwar als Finanzdienstleistungsinstitut dem Kreditwesengesetz, nicht jedoch dem Investmentgesetz. Aus diesem Grunde fehlte insbesondere eine Depotbank, die für die Überwachung und Kontrolle des Investmentvermögens verantwortlich und haftbar gewesen wäre.

Der Fall Phoenix Kapitaldienst zeigt besonders drastisch, dass die fehlende investmentrechtliche Regulierung zu inakzeptablen Lücken im Anlegerschutz führt. Es erscheint unbegreiflich, weshalb ein Anbieter frei darüber entscheiden kann, ob im Interesse der Anleger eine Depotbank den Bestand des verwalteten Vermögens zu überwachen hat.

2. Verstöße gegen europäisches Recht

Bislang offenbar nicht gesehen wurde, dass die geltende Rechtslage darüber hinaus eindeutig gegen das Gemeinschaftsrecht verstößt.

Der Gesetzgeber des Investmentmodernisierungsgesetzes 2003 hat sich bei inländischen Investmentvermögen für den sogenannten „formellen Investmentbegriff“ entschieden:² Die investmentrechtliche Regulierung gilt nur, wenn sich ein Anbieter dazu entschließt, eine der vom Investmentgesetz zur Verfügung gestellten Rechtsformen (Sondervermögen oder Investmentaktiengesellschaft) zu nutzen. Der investmentrechtliche Anlegerschutz steht damit zur Disposition des Anbieters.

Die Investmentrichtlinie³ beruht demgegenüber auf einem **materiellen Investmentbegriff**: Von der Richtlinie erfasst werden alle „Organismen“, deren Zweck die gemeinsame, diversifizierte Anlage von beim Publikum gesammelten Geldern in

¹ Die BaFin stützt ihre Verfügungen zumeist auf das unerlaubte Betreiben eines Finanzkommissionsgeschäfts nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG. Für diese Argumentation *Sahavi*, ZIP 2005, 929; dagegen *Hammen*, WM 2005, 813 und in der Tendenz VGH Kassel, Beschl. v. 14.2.2006 – 6 TG 1447/05, ZIP 2006, 800, 803.

² Vgl. § 1 Satz 1 Nr. 1 InvG („soweit diese in Form von [...]“) und BT-Drs. 15/1553, S. 74.

³ Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

Wertpapieren und bestimmten weiteren Vermögensgegenständen ist und die als offene Fonds ausgestaltet sind (vgl. im Einzelnen Art. 1 Abs. 2 Investmentrichtlinie). Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, alle derartigen „Organismen“ einem Zulassungserfordernis zu unterwerfen (Art. 4 Abs. 1 Investmentrichtlinie) und die Vorgaben der Richtlinie auf sie anzuwenden. Die Richtigkeit dieser Auslegung ergibt sich auch aus den Erwägungsgründen⁴ und aus den Materialien sowie aus dem Gleichlauf mit anderen Richtlinien: Auch die Banken- und Finanzmärkterichtlinie verpflichten die Mitgliedstaaten selbstverständlich zur Einführung *zwingenden* Aufsichtsrechts. Es ist nicht ersichtlich, weshalb dies bei der Investmentrichtlinie anders sein sollte.

II. Ausgestaltung einer Erfassung von Graumarktfonds

Die fehlende Erfassung von Graumarktfonds bildet die derzeit gravierendste Lücke im investimentrechtlichen Anlegerschutz und verstößt zudem klar gegen europäisches Recht. Eine Behebung dieses Defizits sollte daher nicht aufgeschoben werden.

Im Folgenden wird ein Vorschlag unterbreitet, wie durch Anwendung eines materiellen Investmentbegriffs auch auf inländische Investmentgestaltungen die Lücke im Anlegerschutz geschlossen und der Verstoß gegen europäisches Recht behoben werden kann. Eine Formulierung der erforderlichen Änderungen des Investmentgesetzes findet sich am Ende.

1. Ziel der Regelung

Ausgangspunkt sind die Vorgaben der Investmentrichtlinie. Danach müssen offene Fonds einem Zulassungsvorbehalt unterworfen werden, wenn sie ihre Anteile beim Publikum in der Gemeinschaft vertreiben (**öffentliche Investmentvermögen**). Demgegenüber besteht keine derartige Anforderung für **private Investmentvermögen**, die sich nicht an das Publikum wenden. Vorbehaltlich der genauen Abgrenzung zwischen öffentlichen und privaten Investmentvermögen (dazu unten 3.) ist dies eine sinnvolle Grenzziehung: Private Investmentvermögen haben typischerweise weniger Anleger, die jeweils höhere Beträge investieren und besser zur Einschätzung der eingegangenen Risiken in der Lage sind. Eine zwingende Regulierung im Interesse der Anleger ist daher nur für öffentliche Investmentvermögen erforderlich.

2. Merkmale des materiellen Investmentbegriffs

Grundlage einer zwingenden Regulierung muss ein materieller Investmentbegriff sein, der weder abdingbar ist noch umgangen werden kann. Einen materiellen Investmentbegriff als Grundlage seiner Anwendbarkeit enthält das Gesetz bereits in § 1 Satz 2 InvG. Er muss allerdings noch gegen Umgehungsgestaltungen abgesichert werden. Daneben sind die Anforderungen der Art. 1 Abs. 2, Art. 2 Abs. 1 Investmentrichtlinie zu berücksichtigen.

a) Grundsatz der Risikomischung

Ein Investmentvermögen liegt nur vor, wenn eine Risikostreuung angestrebt wird. Allerdings lehrt die Erfahrung mit dem materiellen Investmentbegriff für Auslandssachverhalte, dass die zwingende Regulierung auch dann greifen muss, wenn die wirtschaftlich beabsichtigte Risikomischung über den Umweg eines oder mehrerer zwischengeschalteter Vermögen erreicht wird (§ 2 Abs. 8 Satz 2 InvG). Gleiches muss daher künftig auch für inländische Investmentvermögen gelten, um eine Umgehung zu verhindern.

⁴ Vgl. Erwägungsgrund 1, 2 und 6 der Investmentrichtlinie (Beseitigung von „Wettbewerbsstörungen“ zwischen Investmentvermögen, Sicherstellung eines „angemessenen Schutz[es] der Anteilinhaber“ und eines „wirksameren und einheitlicheren Schutz[es] der Anteilinhaber“).

b) Beschränkung auf offene Fonds

Die Investmentrichtlinie erfasst nur offene Investmentvermögen, das heißt Fonds mit einem Rückgaberecht der Anleger. Auf den ersten Blick könnte man dies für widersinnig halten, weil die Anlegerinteressen bei Fonds ohne Rückgaberecht eher noch stärker gefährdet erscheinen. Allerdings ist die Hemmschwelle der meisten Anleger beim Erwerb von Anteilen an geschlossenen Investmentvermögen sehr viel höher. Zudem enthält das Investmentgesetz gar keine geeigneten Regelungen für geschlossene Investmentvermögen. Würde man also den Investmentbegriff nicht auf offene Fonds beschränken, käme dies für geschlossene Publikumsfonds einem Verbot gleich. Hiervon wären insbesondere geschlossene Immobilienfonds betroffen. Im Ergebnis sollte der Investmentbegriff des § 1 Satz 1 InvG daher auf offene Fonds beschränkt werden.

Die Definition in § 1 Satz 2 InvG ist also um das Erfordernis eines Rückgaberechts zu ergänzen. Nach der Richtlinie muss es auch genügen, wenn die Rückgabe mittelbar zulasten des Investmentvermögens erfolgt oder wenn durch Maßnahmen sichergestellt wird, dass der Kurs der Anteile auf einem Sekundärmarkt nicht erheblich von ihrem inneren Wert abweicht (vgl. Art. 1 Abs. 2 Spiegelstr. 2 Investmentrichtlinie).

c) Anlage in Vermögensgegenstände nach § 2 Abs. 4 InvG

Der Investmentbegriff sollte auch weiterhin durch die in § 2 Abs. 4 InvG aufgezählten Vermögensgegenstände begrenzt bleiben. Die zwingenden Vorgaben der Investmentrichtlinie erstrecken sich zwar nur auf einen Teil der in § 2 Abs. 4 InvG genannten Vermögensgegenstände. Im Interesse des Anlegerschutzes ist eine zwingende Investmentregulierung aber auch bei öffentlich vertriebenen offenen Immobilienfonds und anderen Fondstypen geboten.

3. Abgrenzung von öffentlichen und privaten Investmentvermögen

Da nur für öffentliche Investmentvermögen eine zwingende Regulierung vorgeschrieben werden soll, bedarf es einer Abgrenzung von öffentlichen und privaten Investmentvermögen. Hierfür bietet sich der ursprünglich für ausländische Investmentvermögen entwickelte und seit 2003 auch auf inländische Einzel-Hedgefonds angewandte Begriff des „öffentlichen Vertriebs“ an.

Regelungstechnisch ist dies zu erreichen, indem der öffentliche Vertrieb von Anteilen an inländischen Investmentanteilen davon abhängig gemacht wird, dass das Investmentvermögen nach dem Investmentgesetz aufgelegt und genehmigt ist.

4. Vorschlag zur Änderung des Investmentgesetzes

Die vorstehenden Überlegungen könnten im Investmentgesetz wie folgt umgesetzt werden:

In § 1 Satz 1 Nr. 3 wird „von ausländischen Investmentanteilen im Sinne des § 2 Abs. 9“ ersetzt durch „von Anteilen an Investmentvermögen“.

§ 1 Satz 2 werden vor dem Punkt folgende Wörter eingefügt: „und bei denen der Anleger verlangen kann, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil an dem Investmentvermögen ausgezahlt wird“.

Nach § 1 Satz 2 werden folgende Sätze angefügt: „Der Grundsatz der Risikomischung gilt auch dann als gewahrt, wenn das Investmentvermögen in nicht nur unerheblichem Umfang Anteile an einem oder mehreren anderen Vermögen enthält und diese anderen Vermögen unmittelbar oder mittelbar nach dem Grundsatz der

Risikomischung angelegt sind. Ein Recht zur Rückgabe im Sinne des Satzes 2 liegt auch dann vor, wenn gewährleistet wird, dass der Anleger den Anteil veräußern kann und dafür seinen Anteil an dem Investmentvermögen unmittelbar oder mittelbar zu dessen Lasten erhält. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) kann Richtlinien aufstellen, nach denen sie für den Regelfall beurteilt, ob ein Investmentvermögen vorliegt.“

§ 2 Abs. 8 Satz 2 wird aufgehoben.

§ 2 Abs. 9 bleibt abweichend vom Entwurf unverändert. Ihm wird allerdings der folgende Satz 2 angefügt: „Abweichend von § 1 Satz 2 liegt ein ausländischer Investmentanteil auch vor, wenn der Anleger kein Recht zur Rückgabe der Anteile hat, aber die ausländische Investmentgesellschaft in ihrem Sitzstaat einer Aufsicht über Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage unterstellt ist.“

In § 2 Abs. 11 Satz 2 in der Fassung des Entwurfs werden die Wörter „für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt)“ gestrichen.

Die Überschrift des Abschnitts 2 des Kapitels 5 wird wie folgt gefasst: „Vertrieb von Anteilen an inländischen Investmentvermögen“.

Nach dieser Überschrift wird der folgende, neue § 127a InvG eingefügt: „Anteile an einem inländischen Investmentvermögen dürfen im Geltungsbereich dieses Gesetzes nur öffentlich vertrieben werden, wenn das Investmentvermögen in Form eines Investmentfonds oder einer Investmentaktiengesellschaft gebildet worden ist und die erforderliche Genehmigung der Vertrags- oder Anlagebedingungen sowie im Falle einer Investmentaktiengesellschaft die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb erteilt ist.“

In § 143 Abs. 3 in der Fassung des Entwurfes wird nach Nr. 28 die folgende Nr. 29 eingefügt: „29. entgegen § 127a Anteile an einem inländischen Investmentvermögen öffentlich vertreibt,“. Die bisherigen Nr. 29 und Nr. 30 werden Nr. 30 und Nr. 31.

In § 144 ist anstelle des aufgehobenen Abs. 5 der folgende Abs. 5 einzufügen: „§ 127a ist erst ab dem 1. Januar 2009 anzuwenden.“

Anhang B: Weitere Liberalisierungsschritte bei Spezialfonds

I. Handlungsbedarf

Investmentvermögen lassen sich praktisch an jedem beliebigen Ort ansiedeln, ohne dass sich hieraus für Anleger ein spürbarer Unterschied ergäbe. Dementsprechend sieht sich Deutschland einem massiven Wettbewerb ausgesetzt. Vor allem kleine Staaten haben einen starken Anreiz, durch eine anbieterfreundliche Gestaltung ihres Rechtsrahmens Investmentvermögen anzuziehen, um von den damit verbundenen, hochwertigen Dienstleistungen zu profitieren. Sehr deutlich zeigt sich diese Motivationslage in Luxemburg: Für das Jahr 2004 wurden 9 % der Steuereinnahmen Luxemburgs allein der Investmentbranche (also nicht dem Finanzsektor insgesamt) zugeschrieben.

Der Standortwettbewerb hat sich bislang vor allem bei Publikums-Wertpapierfonds ausgewirkt. Dabei hat die Bundesrepublik vor allem gegenüber Luxemburg dramatische Einbußen hinnehmen müssen: Gemessen in verwaltetem Vermögen unterliegt allenfalls noch die Hälfte der in Deutschland öffentlich vertriebenen Wertpapierfonds deutschem Recht.⁵ Mit dem Spezialfondsgesetz vom 13.2.2007 unternimmt Luxemburg nun einen gezielten Vorstoß, um auch auf diesem Gebiet von den restriktiveren Regelungen des Investmentgesetzes zu profitieren.

Für die Anbieter ist dieser Standortwettbewerb vergleichsweise unproblematisch: Die großen deutschen Kapitalanlagegesellschaften und ihre ausländischen Konkurrenten verfügen längst über die nötige Infrastruktur in Luxemburg, um Investmentvermögen je nach Belieben in Deutschland oder in einer konkurrierenden Rechtsordnung aufzulegen. Beeinträchtigt werden vor allem die rechtsbezogenen Dienstleistungen in Deutschland. Daneben verliert die Bundesrepublik auf europäischer und internationaler Ebene an Einfluss, wenn sie keine eigene Regulierungserfahrung mehr mit neuen Investmentgestaltungen sammeln kann.

II. Weiter gehende Liberalisierung von Spezialfonds

Zu Recht erweitert der Entwurf die Gestaltungsfreiheit von Spezialfonds bereits deutlich. Um im europäischen Wettbewerb zu bestehen, müsste die Liberalisierung jedoch noch weiter gehen.

1. Umgestaltung der Anlegerbeschränkung

Es ist zu begrüßen, dass der Entwurf die Begrenzung von Spezialfonds auf 30 Anleger aufgeben möchte. Der Stellungnahme des Bundesrates (BT-Drs. 16/5576, S. 256 f.) ist allerdings zuzugeben, dass aus gemeinschaftsrechtlichen Gründen dann auch die entsprechende Beschränkung in § 16 Satz 1 InvStG aufgegeben werden muss. Die vom Bundesrat geltend gemachten Schwierigkeiten bei der Besteuerung erscheinen hingegen weniger schwerwiegend, weil auch künftig Spezialfonds aus wirtschaftlichen Gründen keinen unüberschaubaren Kreis von Anlegern haben werden.

Stattdessen sollten Spezialfonds über den Entwurf hinausgehend auch für solche Anleger geöffnet werden, die keine natürlichen Personen sind. Nach dem luxemburgischen Gesetz werden auch qualifizierte Privatanleger zugelassen, sofern sie mindestens 125.000 Euro investieren oder von einem Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut als qualifiziert eingestuft werden. Eine ähnliche Regelung empfiehlt sich aus folgenden Gründen auch für das Investmentgesetz:

⁵ Vgl. die „Zeitreihe Fondsvermögen“ des Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. (abrufbar unter <http://www.bvi.de>): Von 570,7 Mrd. € Vermögen in Publikumsfonds waren 75,5 Mrd. € den Immobilienfonds zuzuordnen. Zugleich dürften in den 235,6 Mrd. € ausländischer Fonds keine nennenswerten Immobilienwerte enthalten sein. Daraus errechnet sich ein ausländischer Marktanteil von 47,6 %.

- Der Ausschluss natürlicher Personen ist leicht zu umgehen: Es ist absehbar, dass auch in Deutschland demnächst Kapitalgesellschaften ohne nennenswertes Mindestkapital gegründet werden können (§ 5a GmbHG-E nach dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen [MoMiG]). Zudem können auch Personengesellschaften als Spezialfonds-Anleger fungieren. Natürliche Personen können also leicht ein Vehikel zwischenschalten, um sich doch Zugang zu Spezialvermögen zu verschaffen.
- Vor diesem Hintergrund trägt die luxemburger Regelung dem Anlegerschutz sogar besser Rechnung, indem sie ein materielles Kriterium verwendet: Entweder muss sich der Anleger durch den Einsatz eines erheblichen Geldbetrags qualifizieren oder ein Finanzdienstleister muss mittelbar die Verantwortung für seine Qualifikation übernehmen (und kann dafür ggf. in Haftung genommen werden).
- Schließlich bildet der Ausschluss natürlicher Personen einen Wettbewerbsnachteil gegenüber Luxemburg: Die Regelung ist zwar zu umgehen, dies erfordert aber überflüssigen Aufwand, der sich durch ein Ausweichen nach Luxemburg einsparen lässt.

Insgesamt ist daher der luxemburgische Regelungsansatz vorzugswürdig. Der Anlegerkreis könnte danach beispielsweise wie folgt beschränkt werden:

- Alle qualifizierten Anlegers nach § 2 Nr. 6 WpPG sowie
- Anleger, die einen entsprechenden Warnhinweis erhalten haben und darüber hinaus entweder mindestens 125.000 Euro in den Fonds investieren oder denen ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut oder eine Kapitalanlagegesellschaft eine ausreichende Fachkunde und Erfahrung bescheinigt.

2. Aufgabe der Anlagegrenzen und Fondstypen

Zu Recht lockert der Entwurf die Anlageregeln für Spezialfonds, indem er sie teilweise zur Disposition der Parteien stellt. Allerdings bleibt er auf halber Strecke stehen, indem die vom Gesetz für Publikumsfonds geregelten Fondstypen weiter maßgeblich bleiben sollen (§ 91 Abs. 3 Nr. 2, 3 InvG-E). Hiergegen spricht:

- Qualifizierte Anleger sind entweder sehr gut beraten oder selbst kompetent. Es ist nicht ersichtlich, weshalb sie atypische Fondsbildungen nicht einschätzen können sollten. Ein so geringes Zutrauen in die Fähigkeiten qualifizierter Anleger wäre auch deshalb erstaunlich, weil der Entwurf selbst sogar bei Publikumsfonds mit der neuen Mischform des „sonstigen Sondervermögens“ experimentiert (§§ 90g ff. InvG-E).
- Im Wettbewerb mit den neuen luxemburgischen Spezialfonds könnte sich die Typenbindung als erheblicher Wettbewerbsnachteil erweisen. Das luxemburgische Gesetz enthält keine Beschränkung der Anlagegegenstände oder Anlagegrenzen.
- Aufgrund des europäischen Wettbewerbs wird es auch nicht gelingen, eine Entwicklung von Spezialfonds beispielsweise mit einem Anlageschwerpunkt bei Unternehmensbeteiligungen zu verhindern. Die Anbieter werden nicht geduldig darauf warten, dass der deutsche Gesetzgeber das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) reformiert.

- Unbegründet wäre schließlich die Befürchtung, dass ausländische Private-Equity-Fonds auf diese Weise als Spezialfonds aufgelegt werden könnten und so unter das Investmentsteuergesetz fallen würden. Schon auf Grundlage des Entwurfs werden nur noch offene ausländische Fonds (Investmentvermögen mit einem Rückgaberecht der Anleger) erfasst (§ 2 Abs. 9 InvG-E), so dass Private-Equity-Fonds bereits aus diesem Grunde ausscheiden.

Die Abbedingung der Anlageregeln mit Zustimmung der Anleger sollte daher nicht beschränkt werden. Die zusätzlichen Anforderungen in § 91 Abs. 3 Nr. 2–4 InvG-E sollten gestrichen werden.