

Offene Rechtsfragen im neuen Investmentgesetz

Sven Zeller

Zwar wurden dem (Immobilien-)Spezialfonds im Rahmen des neuen Investmentänderungsgesetzes (InvÄndG) neue Möglichkeiten gegeben. Gleichwohl bestehen aus Sicht des Autors weiterhin offene Fragen. Dass etwa Unternehmensbeteiligungen und bestimmte Finanzinstrumente, die nicht an einem organisierten Markt zugelassen sind, nicht mehr als 20 Prozent des Wertes des jeweiligen Fonds ausmachen dürfen, hält er weder für nachvollziehbar noch für vernünftig. Als weiteres Beispiel sieht er das Instrument Spezialfonds durch einen unglücklichen Wortlaut des Gesetzes unnötig auf eine Anlage in in- und ausländische Publikumsfonds sowie in deutsche Spezialfonds beschränkt. Um den deutschen Spezialfonds auch künftig international wettbewerbsfähig zu machen, fordert er eine liberale Klärung der weiterhin bestehenden gesetzlichen Einschränkungen. (Red.)

Mit dem Ende 2007 in Kraft getretenen Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) wurden sowohl im Bereich der Spezialfonds als auch im Bereich der Publikums-Immobilienfonds weitreichende Änderungen eingeführt. Deregulierung, Innovation und Anlegerschutz waren dabei prägende Schlagworte.

Neue Anlagemöglichkeiten

Offene Immobilienfonds profitieren von einer umfassenden Neugestaltung ihres Rechtsumfeldes, insbesondere jedoch von der Liberalisierung ihrer Anlagemöglichkeiten. Es sind nunmehr unter anderem auch Beteiligungen an mehrstöckigen Immobilien-Gesellschaften möglich, und die als störend empfundene sogenannte Drei-Objekt-Grenze wurde endlich fallen gelassen. Diese Liberalisierung eröffnet insbesondere im Hinblick auf Ankaufsmöglichkeiten im Ausland neue Spielräume, denn ausländische Immobilien sind häufig in mehrstöckigen Gesellschaften gehalten.

Oft ist das die einzige gesellschaftsrechtlich oder steuerlich sinnvolle Möglichkeit, dort überhaupt zu investieren. Ferner können künftig sogenannte Schwellenwerte für den Wert zurückgebender Anteile eingeführt werden, bei deren Überschreitung nur noch eine monatliche Rückgabe zu gewährleisten ist. Darüber ist es auch möglich, Kündigungsfristen für die Anteile einzuführen. Hierdurch wurde insbesondere das Spannungsverhältnis zwischen täglicher Rückgabemöglichkeit und langfristiger

Bindung der Anlegergelder in Immobilien entschärft.

Vorteile insbesondere für Spezialfonds

Weitreichende Liberalisierungen gab es besonders im Bereich der Spezialfonds. Spezialfonds wenden sich nicht an Privatanleger, sondern vor allem an Versicherungen, Versorgungswerke, Banken und andere institutionelle Anleger. Sie waren bislang relativ streng reglementiert. So waren Spezialfonds in Bezug auf die von ihnen erwerbenden Vermögensgegenstände sehr eng an die für Publikumsfonds geltenden Anlagegrenzen gebunden.

Diese weitgehend unter dem Stichwort Anlegerschutz laufenden Vorschriften waren jedoch für Spezialfonds nicht unerhebliche Wettbewerbshindernisse. Ohne das Luxemburger Spezialfondsgesetz und den damit verbundenen politischen Handlungsdruck wären diese weitreichenden Änderungen kaum in Angriff genommen worden. Um die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Spezialfonds zu gewährleisten, ist es nun endlich möglich geworden, die Bestimmungen, die vor allem dem Schutz der

Privatanleger dienen, für Spezialfonds zu ändern. Die vorgesehenen Erleichterungen betreffen insbesondere Berichts- und Veröffentlichungspflichten und stellen sich in Bezug auf zulässige Anlagegegenstände sowie Techniken und Instrumente der Anlageverwaltung als sehr flexibel, obgleich aber nicht in jedem Fall ausreichend, dar. Spezialfonds sind aufgrund einer Änderung in letzter Sekunde nunmehr nicht mehr an die Einhaltung bestimmter Fondstypen gebunden.

So können etliche Anlagegrenzen, die für Publikumsfonds gelten, mit Zustimmung der Anleger des Spezialfonds geändert werden. Lediglich der Grundsatz der Risikomischung muss weiterhin gewährleistet bleiben. Darüber hinaus wurden auch Erleichterungen organisatorischer Art getroffen. So besteht für Spezialfonds jetzt die Möglichkeit, bei Zustimmung aller Anleger die gesetzlichen Organisationsvorgaben für den Sachverständigenausschuss zu variieren.

Neben der rein organisatorischen Vereinfachung erwächst hieraus auch der Vorteil, dass die Vermögensgegenstände des Spezialfonds einfacher und damit auch schneller veräußert werden können. Schließlich können nunmehr die Vermögensgegenstände auch unter Wert verkauft beziehungsweise über Wert angekauft werden. Die willkürliche Beschränkung auf 30 Anleger wurde endlich aufgehoben. Zahlreiche Liberalisierungen, insbesondere jedoch die Aufhebung des Typenzwangs, sind nicht nur eine Reaktion auf die Nachfrage im Markt, sondern auch auf die Entwicklung in anderen europäischen Mitgliedstaaten, insbesondere in Luxemburg. Durch das InvÄndG wurde vieles erleichtert und klargestellt, jedoch sind auch wichtige Fragen offen geblieben.

Definition der Unternehmensbeteiligung

Unternehmensbeteiligungen und bestimmte Finanzinstrumente, die nicht an einem organisierten Markt zugelassen sind, dürfen auch bei Spezialfonds nicht mehr als 20 Prozent des Wertes des jeweiligen Fonds ausmachen. Selbst bei Zustimmung sämtlicher Anleger ist auch bei Spezialfonds diese Grenze zwingend. Nachvollziehbar oder wenigstens vernünftig ist diese Grenze nicht. Nach der Gesetzesbegründung soll diese Beschränkung der Abgrenzung zu den Private-Equity-Fonds dienen, die nicht unter dem Investmentgesetz aufgelegt

Der Autor

Dr. Sven Zeller ist Rechtsanwalt und Partner bei Clifford Chance, Frankfurt am Main.

werden sollen. Andererseits hätte man ja auch dem Markt die Wahl geben können, diese Fonds durch strukturelle Ausformung dem Investmentgesetz zu unterwerfen oder eben nicht. In der heutigen rechtlichen Situation darf man es nicht. Unklar bleibt, warum es erforderlich ist, diese Private-Equity-Grenze als Kombinationsgrenze auch auf sonstige nicht gelistete Vermögensgegenstände, also ungelistete Wertpapiere, auszudehnen. Darüber hinaus stellt sich bei Spezialfonds die Frage, wie Immobilien-Gesellschaften, in die auch mehr als 20 Prozent des Fondsvermögens investiert werden darf, von sonstigen geschlossenen Fonds oder Unternehmensbeteiligungen abzugrenzen sind.

Bei der Beantwortung dieser Frage wird es wohl insbesondere auf den Gesellschaftszweck ankommen. Solange dieser ausschließlich den Erwerb von Immobilien, anderen Immobilien-Gesellschaften sowie zur Bewirtschaftung der Immobilien erforderlichen Gegenständen vorsieht, wird er als Immobilien-Gesellschaft zu qualifizieren sein. Wie ein geschlossener Fonds einzustufen ist, der diesen Gesellschaftszweck nicht ausschließlich, sondern nur hauptsächlich vorsieht, bedarf der dringenden Klärung und kann nicht allein der künftigen Verwaltungspraxis der BaFin vorbehalten bleiben.

Erwerbbarkeit anderer ausländischer Spezialfonds

Für sämtliche deutsche Fonds galt bisher das sogenannte Kaskadenverbot, ein Relikt aus Bernie Cornfields IOS-Zeit. Das bedeutet, dass Anteile an Zielfonds für einen Fonds nur erworben werden durften, wenn der Zielfonds seinerseits nicht mehr als zehn Prozent in andere Fonds anlegt. Bei Spezialfonds kann von nun an das Kaskadenverbot mit Zustimmung aller Anleger außer Acht gelassen werden. Allerdings sind Spezialfonds durch den unglücklichen Wortlaut des Gesetzes auf eine Anlage in in- und ausländische Publikumsfonds sowie in deutsche Spezialfonds beschränkt.

Das ist eine willkürliche Beschränkung. Sie kann schon aufgrund des europarechtlichen Diskriminierungsverbots nicht für Spezialfonds, die in anderen EU-Mitgliedsstaaten aufgelegt worden sind und deutschen Spezialfonds vergleichbar sind, gelten. Auch trotz der europarechtskonformen weiteren Auslegung der Vorschriften erscheint es als Wettbewerbsnachteil, wenn ein deutscher Spezialfonds nur in Spezialfonds

aus dem EU-Ausland investieren darf. Hier sollte das Gesetz schnell nachgebessert werden.

Darüber hinaus ist es ein erhebliches Problem, dass nach der derzeitigen Verwaltungspraxis der BaFin nur Anteile an offenen Fonds als „Investmentanteile“ im Sinn des Investmentgesetzes gelten und nur diese erworben werden können. Anteile an geschlossenen Fonds müssen daher, soweit keine Einstufung als Immobilien-Gesellschaft möglich ist, stets unter den Wertpapier- und Unternehmensbeteiligungsquoten erworben werden. Hier gilt die Grenze von 20 Prozent für den Erwerb solcher Anteile. Dies stellt eine unnötige Einengung deutscher Spezialfonds dar. Besser wäre es, man könnte Investmentanteile unbegrenzt erwerben, ohne dass es auf eine Börsennotierung ankommt, die meist nur Kosten verursacht, da ein Handel nicht beabsichtigt ist.

Erwerb einer einzigen Holdinggesellschaft

Insbesondere im Bereich der Immobilien-Spezialfonds wurden durch die Möglichkeit, nunmehr auch in Holdinggesellschaften investieren zu können, eine Reihe von Möglichkeiten eröffnet. Kann eine Holdinggesellschaft als Immobilien-Gesellschaft qualifiziert werden, sollte ein deutscher Immobilien-Spezialfonds nunmehr auch bis zu 100 Prozent seines Wertes in diese Holdinggesellschaft anlegen können, sofern er der einzige Gesellschafter dieser Holdinggesellschaft ist. Damit ist sicher gestellt, dass der Spezialfonds auf Ebene der Holdinggesellschaft jederzeit auf die Einhaltung der Risikomischung ungehinderten Einfluss nehmen kann.

Etwas anderes könnte jedoch gelten, wenn die Holdinggesellschaft nicht alleine für Rechnung des Spezialfonds gehalten wird, sondern sich auch Dritte an ihr beteiligen. Hier bleibt noch zu klären, welche Beteiligungsverhältnisse als ausreichend anzusehen sind, damit die ausschließliche Anlage in eine Holdinggesellschaft als zulässig zu werten ist. Schließlich könnten Mitgesellschafter, auch wenn sie lediglich einen geringen Anteil an derselben Holdinggesellschaft halten, aufgrund von Minderheitsgesellschafterrechten einen ungehinderten Einfluss des Spezialfonds auf die Anlagepolitik der Holdinggesellschaft und somit auch die Wahrung der Risikomischung vereiteln. Ohnehin erscheint es derzeit als ungeklärt, wie genau die Risikomischung

eines Spezialfonds ausgestaltet sein muss, um den gesetzlichen Anforderungen noch zu genügen. Die Verwaltungspraxis scheint derzeit eine Anlage in mindestens drei Vermögensgegenstände zu fordern, ohne dass geklärt wäre, ob diese besonderen Anforderungen genügen müssen.

Im Bereich zulässiger Darlehensaufnahme für Rechnung eines Spezial-Immobilienfonds sowie zulässiger Darlehensvergabe an Immobilien-Gesellschaften sieht das Investmentgesetz keine Möglichkeit für einen Spezialfonds vor, von den für Publikumsfonds geltenden Regelungen abzuweichen. Da dabei das Gesetz derzeit so ausgelegt wird, dass ein Gesellschafterdarlehen nur an eine Immobilien-Gesellschaft vergeben werden darf, die nicht als Holdinggesellschaft ausgestaltet ist, stellt sich die Anwendung dieser Vorschriften als beengend dar. Sie ist im Hinblick auf mehrstufige Gesellschaftskonstruktionen gerade im Ausland unnötig restriktiv. Für Rechnung eines Spezialfonds kann daher einer Holdinggesellschaft Eigenkapital oder Fremdkapital nur von Dritten zugeführt werden. Dies kann sich zum Teil aus tatsächlichen Gegebenheiten oder auch steuerlich als nachteilig darstellen. Diese Auslegung muss überdacht werden.

Fragen liberal beantworten

Das neue Investmentrecht bietet aufgrund der vorgenommenen Änderungen im Bereich der Immobilien- und Spezialfonds nunmehr ein erweitertes Spektrum der Anlagemöglichkeiten auch für ausländische Investoren und Institutionen. Insbesondere durch die Zulassung neuer Rendite- und Risikoprofile kann die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Immobilien-Spezialfonds weiter gestärkt werden.

Durch die Möglichkeiten bei Spezialfonds, nach Zustimmung der Anleger viele, aber nicht alle Anlagegrenzen zu ändern, sind jedoch zusätzliche Fragen aufgetreten, die der wirklichen Modernisierung dieser Investmentprodukte noch entgegenstehen. Die Änderungen sind ein Schritt in die richtige Richtung, aber um die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Immobilien-Spezialfonds gegenüber den ausländischen tatsächlich herzustellen, sollten diese Fragen unter dem Blickwinkel der Modernisierung und Deregulierung schnell und liberal beantwortet werden. Nur so ist der Spezialfonds in Deutschland auch künftig international wettbewerbsfähig. ■