

Henny Mühler

Die Investmentaktien- gesellschaft mit veränderlichem Kapital



100

Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien

§ 1 Einleitung

A. Einführung in den Gegenstand der Untersuchung

Die Geschichte der InvAG mit veränderlichem Kapital ist im deutschen Recht noch jung. Gesellschaften dieses besonderen Typs der AG können erst seit dem 1. Januar 2004 gegründet werden.

Der Gesetzgeber stand dieser Rechtsform lange Zeit ablehnend gegenüber, da ihre Einführung eine Abkehr von der strengen, auf dem System des festen Grundkapitals beruhenden Dogmatik des Aktienrechts erfordert. In das am 18. April 1957 in Kraft getretene KAGG¹ fand daher ausschließlich das von einer KAG aufgelegte und auf vertraglicher Grundlage für die Anteilhaber verwaltete Sondervermögen Eingang. Im Ausland konnte sich die InvAG dagegen als alternative Anlageform neben dem Sondervermögen etablieren. Insbesondere die luxemburgische SICAV erfreut sich großer Beliebtheit.

Durch das am 1. April 1998 in Kraft getretene Dritte FMFG² wurde erstmals eine InvAG eingeführt (§§ 51 bis 70 KAGG). Diese InvAG unterschied sich jedoch kaum von einer klassischen AG. Insbesondere waren die Aktionäre nicht berechtigt, ihre Aktien an die Gesellschaft zurückzugeben. Von der Praxis wurde diese InvAG mit fixem Kapital nicht angenommen. Dieser Fehlschlag einerseits und der Erfolg der luxemburgischen SICAV andererseits bewogen den Gesetzgeber, im Zuge des InvModG vom 15. Dezember 2003³ eine InvAG mit veränderlichem Kapital einzuführen (§§ 96 bis 106 InvG a.F.). Damit existierte erstmals eine InvAG, die ihre Aktien fortlaufend ausgeben und zurücknehmen konnte.

Die InvAG konnte in den Folgejahren aber nicht an den Erfolg ihres luxemburgischen Vorbilds anknüpfen. Unklarheiten über die Finanzverfassung, die sich aus der weitgehenden Anwendbarkeit der Vorschriften des AktG ergaben, standen ihrem Durchbruch im Wege. Auch blieb der Wunsch der Praxis nach einer an die Bedürfnisse des Investmentgeschäfts angepassten Organisationsverfassung unerfüllt. Aufgrund dieser Defizite konnte es nicht verwundern, dass Ende 2007 nur acht dieser Gesellschaften zu verzeichnen waren⁴. Diese wenig zufriedenstellende Bilanz veranlasste den Gesetzgeber, den gesetzlichen Rahmen grundlegend zu überarbeiten. Im Zuge des InvÄndG vom 21. Dezember 2007⁵ wurde die InvAG von den Kapitalvorschriften des AktG losgelöst und mit

1 BGBl. I 1957, 378.

2 BGBl. I 1998, 525.

3 BGBl. I 2003, 2676.

4 BaFin, Jahresbericht 2007, S. 162.

5 BGBl. I 2007, 3089.

einer eigenen Corporate Governance ausgestattet. Durch das OGAW-IV-UmsG vom 22. Juni 2011⁶ wurde der Rechtsrahmen der InvAG fortentwickelt. Heute existieren in Deutschland zwanzig InvAGen⁷.

B. Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung

Diese Arbeit soll einen Beitrag zur Schärfung der Konturen der InvAG leisten. Der Druckfassung wurde das InvG i.d.F. des OGAW-IV-UmsG zugrunde gelegt. Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut:

Im ersten Teil werden die allgemeinen Grundlagen des Investmentgeschäfts dargestellt, auf denen die weitere Untersuchung aufbaut. Erläutert werden die Grundidee und die Funktionen des Investmentgeschäfts, die Organisationsformen von Investmentvermögen und die europarechtlichen Grundlagen des Investmentrechts. Es wird ein Überblick über die Entwicklung der InvAG seit den Anfängen des Investmentgeschäfts in Deutschland gegeben, in dessen Zusammenhang auch die Gründe für das vorläufige Scheitern der InvAG mit fixem Kapital untersucht werden.

Der zweite Teil der Arbeit befasst sich mit der InvAG aus der Perspektive des Aktienrechts. Anhand der Entstehung (1. Abschnitt), der Organisationsverfassung (2. Abschnitt), der Finanzverfassung (3. Abschnitt) und des Schutzes der Aktionäre vor der Insolvenz der InvAG (4. Abschnitt) wird untersucht, ob es dem Gesetzgeber gelungen ist, die aktienrechtliche Grundstruktur der InvAG mit ihrer besonderen Funktion als Investmentvehikel in Einklang zu bringen.

Gegenstand des dritten Teils der Arbeit sind besondere Gestaltungsmöglichkeiten, die die InvAG in ihrer Funktion als Investmentvehikel an das Sondervermögen annähern. Untersucht werden die Aktienklassen (1. Abschnitt), die Umbrella-Konstruktion (2. Abschnitt) und die fremdverwaltete InvAG (3. Abschnitt).

Im vierten Teil werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst.

C. Definition grundlegender Begriffe

Im Schrifttum werden die im Zusammenhang mit dem Investmentgeschäft bedeutsamen Begriffe nicht einheitlich verwendet. Der Investmentbegriff, der im allgemeinen Sprachgebrauch auch die Vermögensverwaltung für einzelne Anleger bezeichnen kann⁸, wird im Rahmen dieser Arbeit allein im Zusammenhang

6 BGBl. I 2011, 1126.

7 BaFin, Liste der zugelassenen KAGen und InvAGen, Stand 18.7.2012.

8 R. C. Müller, S. 11.

mit der kollektiven Vermögensverwaltung, d.h. der Anlage und Verwaltung eines Vermögens für eine Vielzahl von Anlegern, verwendet⁹. Das verwaltete Vermögen wird als Investmentvermögen oder, in Bezug auf die das Investmentrecht harmonisierende RL 2009/65/EG, als OGAW bezeichnet¹⁰. Die Gesellschaften, die Investmentvermögen auflegen, werden unter dem Begriff der Investmentunternehmen zusammengefasst¹¹. Investmentgesellschaften sind der Terminologie der OGAW-RL entsprechend¹² nur die InvAG und vergleichbare ausländische Organisationsformen von Investmentunternehmen¹³. Der Begriff der InvAG bezieht sich auf die InvAG mit veränderlichem Kapital, sofern nicht anders gekennzeichnet. Der Anlegerbegriff wird rechtsformübergreifend verwendet, wobei die Anleger des Sondervermögens in Abgrenzung zu den Aktionären der InvAG als Anteilinhaber bezeichnet werden.

9 Gegenstück ist die Verwaltung des Vermögens einzelner Anleger (individuelle Vermögensverwaltung).

10 Auch die englische Übersetzung (*undertakings for collective investments in transferable securities - UCITS*) ist gebräuchlich.

11 Diesen Begriff verwenden auch Stadler, S. 6 f.; Baur, Investmentgesetze, Einl. I, Überschrift Rn. 70.

12 Art. 1 Abs. 3 OGAW-RL.

13 Vgl. auch Baur, Investmentgesetze, § 1 KAGG Rn. 7: Investmentgesellschaft im engeren Sinne.

1. Teil: Die Grundlagen der InvAG

§ 2 Allgemeine Grundlagen des Investmentgeschäfts

A. Die Grundidee des Investmentgeschäfts

Die Grundidee des Investmentgeschäfts ist einfach¹⁴: Eine Vielzahl von Anlegern überlässt ihre Anlagegelder einem professionellen Vermögensverwalter zur gemeinsamen Anlage und Verwaltung. Der Vermögensverwalter legt die Gelder in Vermögenswerten unterschiedlicher Art an. Aus diesen Prinzipien, die schlagwortartig mit den Begriffen der Kollektivanlage, Fremdverwaltung und Risikodiversifizierung beschrieben werden können¹⁵, ergeben sich für den Anleger folgende Vorteile gegenüber der Direktanlage:

Grundprinzip und wesentlicher Vorteil des Erwerbs von Investmentanteilen ist die risikodiversifizierte Vermögensanlage. Unter dem Prinzip der Risikomischung ist der Versuch zu verstehen, durch die Anlage des Vermögens in mehrere Vermögenstitel das Anlagerisiko, d.h. die Variationsbreite zwischen den erwarteten und tatsächlichen Einkünften der Anlage, zu minimieren¹⁶. Dem Kleinanleger kommt es typischerweise in erster Linie auf die Sicherheit und Wertbeständigkeit seiner Anlage an¹⁷. Da die Risikodiversifizierung die Sicherheit des Portfolios verbessert, ist sie ein wesentlicher Aspekt der Investmentanlage. Der durchschnittliche Anleger verfügt aber weder über die Zeit noch über die Mittel oder die notwendige Sachkunde, um ein seinen Renditeerwartungen entsprechendes Portfolio aufzubauen und zu verwalten¹⁸. Er beauftragt deshalb einen professionellen Vermögensverwalter, der über das zur Analyse der Finanzmärkte notwendige Expertenwissen verfügt und Vermögenswerte für das Portfolio nach einem zuvor definierten Anlageziel kauft und verkauft. Der Anleger zahlt für die Dienste des Vermögensverwalters Verwaltungsgebühren, die dem Investmentvermögen entnommen werden. Für den Kleinanleger ist die Fremdverwaltung nur dann finanzierbar, wenn das Merkmal der Kollektivanlage hinzutritt. Durch die Verwaltung eines einzigen Portfolios für eine Vielzahl von Anlegern können die Verwaltungsgebühren reduziert werden. Zudem werden die

14 Anschaulich Tormann, S. 7 ff.; vgl. auch Laux/Päsler, S. 9 f.; Schäcker, S. 12 ff.

15 Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 1 ff.; Canaris, Rn. 2325 ff. Glaus, S. 19 ergänzt die Wesensmerkmale des Investmentgeschäfts um das gemeinsame Anlageziel der Anleger.

16 Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 2. Grundlegend zur Portfoliotheorie Markowitz, Portfolio Selection, Journal of Finance 7 (1952), 77 ff.

17 Schäcker, S. 14; Meyer-Cording, ZHR 115 (1952), 65, 66.

18 Bericht des Abgeordneten Neuburger, BT-Drs. 2/2973, S. 1; v. Caemmerer, JZ 1958, 41.

Möglichkeiten der Risikodiversifizierung durch das größere Volumen des Portfolios verbessert¹⁹. Wertverluste einzelner Vermögensgegenstände werden auf sämtliche Anleger verteilt, so dass sich das Risiko des einzelnen Anlegers entsprechend verringert²⁰. In bestimmte Märkte kann überhaupt erst mit einem Anlagevermögen ab einer bestimmten Größenordnung investiert werden (z.B. Immobilienmarkt)²¹.

B. Funktionen des Investmentgeschäfts

Die Investmentanlage soll dem „kleinen Sparer“ ermöglichen, durch die Einbringung seiner Gelder in ein kollektives Anlagevehikel von den Vorteilen zu profitieren, die sich sonst nur großen Investoren bieten²² und stellt damit „Chancengleichheit für alle an allen Anlagemärkten“ her²³. Die Investmentanlage ist seit den Anfängen der Gesetzgebung in diesem Bereich vor allem ein Instrument der Sozialpolitik²⁴, was auch in dem speziell in Deutschland gebräuchlichen Begriff des „Investmentsparens“ zum Ausdruck kommt²⁵. In den letzten Jahren hat die Funktion der Investmentanlage als Mittel zum Aufbau der privaten Altersvorsorge an Bedeutung gewonnen²⁶. Wenngleich der Kleinanleger im Zentrum der Regulierung des Investmentgeschäfts steht, werden die Vorteile der Investmentanlage auch von vermögenden Anlegern und institutionellen Investoren (z.B. Versicherungsunternehmen, Pensionskassen) genutzt²⁷. Tatsächlich übertrifft das Volumen der auf diese Anlegergruppe zugeschnittenen Spezialfonds das Volumen der allen Anlegern offen stehenden Publikumsfonds bei Weitem²⁸. Neben der sozialpolitischen Aufgabe erfüllt das Investmentgeschäft eine wichtige Aufgabe auf dem Kapitalmarkt²⁹. Durch den Erwerb von Aktien, Anleihen und Unternehmensbeteiligungen werden neue Kapitalquellen für die Wirtschaft

19 Barocka, S. 13.

20 Gefßler, WM 1957, Sonderbeil. Nr. 4, S. 10; Dürre, Sparkasse 1956, 147.

21 Baur, in: Hdb. Kapitalanlagerecht, § 20 Rn. 6.

22 Bericht des Abgeordneten Neuburger, BT-Drs. 2/2973, S. 1.

23 Baur, in: Hdb. Kapitalanlagerecht, § 20 Rn. 6; Laux, ZfK 1996, 64, 65. Laux/Päsler, S. 10 beschreiben das Investmentsparen als „die gesetzlich geregelte, standardisierte Form der professionellen Vermögensverwaltung für jedermann“.

24 Neuburger, in: Siara/Tormann, Einl. S. 11 ff.

25 Stadler, S. 32 Fn. 1.

26 Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 48 li. Sp.

27 Vgl. bereits Schäcker, S. 14.

28 Ende 2011 wurden Publikumsfonds mit einem Vermögen von 314,9 Mrd. Euro und Spezialfonds mit einem Vermögen von 823,8 Mrd. Euro verwaltet, vgl. BaFin, Jahresbericht 2011, S. 234 f.

29 Neuburger, in: Siara/Tormann, Einl. S. 9 ff.

erschlossen³⁰. Dabei transformieren Investmentunternehmen die regelmäßig der kurz- oder mittelfristigen Vermögensanlage dienenden Anlagegelder in das benötigte langfristige Kapital³¹. Schließlich können Investmentvermögen auch zur Finanzierung der öffentlichen Infrastruktur genutzt werden³².

C. Organisationsformen von Investmentvermögen

Die weltweiten Erscheinungsformen von Investmentvermögen sind vielfältig. Für die Thematik dieser Arbeit genügt eine Klassifizierung anhand der Organisationsform (Trust, Vertragsform, Satzungsform) sowie der Kapitalstruktur des Fonds (offener oder geschlossener Fonds).

I. Trust, Vertragsform und Satzungsform

1. Trust

Der Trust ist eine im angloamerikanischen Rechtsraum gebräuchliche Rechtsform, die zu einer Vielzahl unterschiedlicher Zwecke eingesetzt werden kann³³. Dem Trust liegt ein fiduziarisches Rechtsverhältnis zugrunde, aufgrund dessen der Treuhänder (*trustee*) verpflichtet ist, die ihm vom Treugeber (*beneficiary*) anvertrauten Vermögenswerte in dessen Interesse zu verwalten³⁴. Wesentliches Kennzeichen des Trusts ist die Aufspaltung des Eigentums in das „rechtliche Eigentum“ (*legal ownership*) und das wirtschaftliche Eigentum (*beneficial ownership*)³⁵. Der Treuhänder ist formal Eigentümer der zum Treugut gehörenden Gegenstände, wohingegen die Treugeber kein Eigentum im Rechtssinne haben. Das Billigkeitsrecht (*equity law*) gestattet ihnen aber in bestimmten Fällen den direkten Zugriff auf die Gegenstände des Treuguts, z.B. wenn der Treuhänder Vermögensgegenstände aus dem Treugut unter Verletzung seiner fiduziarischen Pflichten an Dritte veräußert³⁶. In Anbetracht dieser eigentumsähnlichen Rechte der Treugeber erscheint das Treugut als „geteiltes Eigentum“³⁷. Investmentver-

30 Beckmann, in B/S/V, Kz. 409, Rn. 3.

31 Laux/Päsler, S. 16.

32 Vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 78 zur Einführung des Infrastruktur-Sondervermögens.

33 Roth, S. 86 f.; Coing, in: FS Heinsius, 1991, S. 79, 80 f., jeweils mit Beispielen.

34 Stadler, S. 13; Roth, S. 81.

35 Roth, S. 83.

36 Roth, S. 84 f.; Coing, in: FS Heinsius, 1991, S. 79.

37 Coing, in: FS Heinsius, 1991, S. 79.

mögen, die als Trust ausgestaltet sind, werden in den USA als *mutual funds*³⁸, in Großbritannien als *unit trusts* bezeichnet³⁹.

2. Vertragsform

In den kontinentaleuropäischen Ländern, denen die Rechtsform des Trusts fremd ist, hat sich für die Zwecke des Investmentsparens die sog. Vertragsform⁴⁰ entwickelt. Das Investmentvermögen, das rechtlich unselbständig ist, wird von einem Investmentunternehmen auf der Grundlage eines mit den Anlegern geschlossenen Vertrags treuhänderisch für deren Rechnung verwaltet. Die Anlagegegenstände sind entweder gemeinschaftliches Eigentum der Anleger (sog. Mit-eigentumslösung) oder Eigentum des Investmentunternehmens (sog. Treuhandlösung). Das Investmentvermögen ist rechtlich vom Eigenvermögen des Investmentunternehmens getrennt. Die Ansprüche der Anleger in Bezug auf das Investmentvermögen sind in Anteilscheinen verbrieft. Investmentvermögen der Vertragsform sind beispielsweise das deutsche Sondervermögen, der schweizerische und der liechtensteinische Anlagefonds sowie der luxemburgische und der französische FCP.

3. Satzungsform

Die Satzungsform wird auch als Gesellschaftstyp⁴¹, körperschafts- oder aktienrechtliche Lösung⁴² bezeichnet. Die Satzungsform unterscheidet sich dadurch vom Trust und der Vertragsform, dass das Investmentvermögen Bestandteil des Gesellschaftsvermögens der Investmentgesellschaft ist. Die Investmentgesellschaft verwaltet das Investmentvermögen mithin für eigene Rechnung und nicht für Rechnung der Anleger. Als Gesellschafter verfügen die Anleger über Mitgliedschaftsrechte, die grundsätzlich auch das Recht einschließen, an der Willensbildung der Gesellschaft mitzuwirken⁴³. Als Rechtsform für Investmentvermögen der Satzungsform, die sich an das breite Publikum wenden, bietet sich die AG aufgrund der Fungibilität ihrer Aktien besonders an. Investmentvermögen der Satzungsform sind beispielsweise die deutsche InvAG, die luxemburgi-

38 Das Element der Gegenseitigkeit („*mutual*“) ist die Ausgabe und Rücknahme von Aktien, K. Steck, S. 72.

39 Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 10.

40 Vgl. z.B. Laux/Päsler, S. 32; Reiter, in: Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.33; Tormann, S. 16.

41 Laux/Päsler, S. 33; Reiter, in: Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.36; Tormann, S. 16.

42 Canaris, Rn. 2348; Persé, S. 109; v. Caemmerer, JZ 1958, 41; Dürre, Sparkasse 1956, 219, 220.

43 Vgl. Tormann, S. 16: Die Investmentsparer sind „Mitunternehmer“.

sche, schweizerische und französische SICAV und SICAF sowie die liechtensteinische Anlagegesellschaft.

II. Die geschlossene und die offene Fondsstruktur

Die Unterscheidung zwischen Investmentvermögen der geschlossenen und der offenen Form betrifft strenggenommen nur die Frage, ob das Investmentvermögen für den fortlaufenden Eintritt neuer Anleger „offen“ ist oder die Anteilausgabe von vornherein auf einen bestimmten Betrag begrenzt und das Investmentvermögen nach Erreichen dieser Schwelle „geschlossen“ ist. Die der U.S.-amerikanischen Terminologie entstammende Unterscheidung zwischen *open-end funds* und *closed-end funds* betrifft demgegenüber die vorhandene bzw. fehlende Möglichkeit zum Ausstieg aus der Gesellschaft durch Ausübung eines Rückgaberechts⁴⁴. In der Fachliteratur werden die Begriffspaare allerdings überwiegend undifferenziert verwendet⁴⁵. Das ist nachvollziehbar, da für die Einordnung eines Investmentvermögens in die genannten Kategorien jeweils entscheidend ist, ob das Kapital der Investmentgesellschaft bzw. die Zahl der ausgegebenen Investmentanteile feststehend oder variabel ist. Im Folgenden werden die Begriffspaare ebenfalls synonym verwendet.

1. Geschlossene Fondsstruktur

Anteile an einem geschlossenen Investmentvermögen werden in einem von vornherein nach Zahl oder Nennbetrag begrenzten Umfang ausgegeben⁴⁶. Geschlossene Investmentvermögen sind regelmäßig solche der Satzungsform, wengleich dies nicht zwingend ist⁴⁷. In diesem Fall lautet das Kapital der Investmentgesellschaft auf einen festen Betrag, so dass neue Anteile nur im Wege einer formalen Kapitalerhöhung ausgegeben werden können⁴⁸. Umgekehrt sind die Anleger nicht berechtigt, ihre Anteile an das Investmentunternehmen zu-

44 R. C. Müller, S. 30 f. Vgl. Section 5 lit. a Nr. 1 des U.S.-amerikanischen Investment Company Act: „*Open-end company*“ means a management company which is offering for sale or has outstanding any redeemable security of which it is the issuer“.

45 Vgl. C. Fischer/K. Steck, in: B/S/L, § 105 InvG Rn. 3; Baur, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 76 ff.; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 10 f.; Barocka, S. 74 f.; Carl/Förster, S. 4; Päsler, S. 8 f.; Wegner, S. 35, 39.

46 R. C. Müller, S. 34; Päsler, S. 8 f.; Reuter, S. 35; Tormann, S. 17; v. Caemmerer, JZ 1958, 41.

47 R. C. Müller, S. 34; Baur, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 75; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 11.

48 R. C. Müller, S. 34; Baur, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 76; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 11.

rückzugeben⁴⁹, sondern können ihre Beteiligung nur im Wege des börslichen oder außerbörslichen Verkaufs liquidieren. Die Anleger tragen somit neben dem eigentlichen Anlagerisiko ein Kursrisiko⁵⁰. Diese Risikokumulierung ist zumindest für den an einer wertbeständigen und möglichst sicheren Anlage interessierten Kleinanleger nicht hinnehmbar⁵¹. Die Attraktivität der geschlossenen Fondsstruktur kann aber dadurch erhöht werden, dass die Investmentgesellschaft sich zur Kurspflege verpflichtet mit dem Ziel, einem Handel der Anteile unter Inventarwert entgegenzuwirken⁵².

2. Offene Fondsstruktur

Im Unterschied zur geschlossenen Fondsstruktur können Anteile eines offenen Investmentvermögens entsprechend der Nachfrage ausgegeben werden⁵³. Dem Investmentunternehmen ist es allerdings unbenommen, die Anteilausgabe vorübergehend oder endgültig einzustellen (sog. Fondsschließung)⁵⁴, da keine Pflicht zur fortlaufenden Ausgabe neuer Anteile besteht. Wesentliches Merkmal offener Investmentvermögen ist vielmehr das Recht der Anleger zur Rückgabe ihrer Anteile an das Investmentunternehmen⁵⁵. Die Ausgabe und die Rücknahme der Anteile erfolgen zum anteiligen Nettoinventarwert (auch Anteilwert oder Aktienwert), der im Wege der Teilung des Wertes des Investmentvermögens durch die Zahl der in Verkehr gelangten Anteile errechnet wird⁵⁶. In Abgrenzung zum Marktwert wird der Anteilwert auch als „wahrer“ oder „innerer“ Wert bezeichnet. Die Anleger eines offenen Investmentvermögens tragen somit kein zusätzliches Kursrisiko⁵⁷.

Die jederzeitige Auszahlbarkeit des Anteilwerts ist ein wesentlicher Aspekt des investmentrechtlichen Anlegerschutzes⁵⁸. Aus diesem Grund erfasst die OGAW-RL ausschließlich OGAW des offenen Typs⁵⁹. Auch die im InvG regulierten inländischen Investmentvermögen sind ausnahmslos solche der offenen

49 Reuter, S. 36. Stehen der Rückgabemöglichkeit nicht bereits die gesetzlichen Vorschriften entgegen, ist sie vertraglich ausgeschlossen, R. C. Müller, S. 32 Fn. 169.

50 Baur, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 76; Canaris, Rn. 2338; v. Caemmerer, JZ 1958, 41, 43.

51 Canaris, Rn. 2338.

52 Glaus, S. 23; Stadler, S. 25; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 11.

53 Päsler, S. 9; Reuter, S. 36; Tormann, S. 16; v. Caemmerer, JZ 1958, 41.

54 Baur, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 80; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 10.

55 Ähnlich Barocka, S. 75; Stadler, S. 24; Tormann, S. 16.

56 Baur, in: Hdb. Kapitalanlagerecht, § 20 Rn. 286.

57 Persé, S. 113.

58 Vgl. Canaris, Rn. 2338.

59 Siehe D. II.

Form⁶⁰. Als Nachteil der offenen Fondsstruktur gilt, dass das Investmentunternehmen eine nicht unerhebliche Liquiditätsreserve vorhalten muss, um die Rücknahmeansprüche der Anleger bedienen zu können. Dies bedingt eine prozyklische Anlagepolitik, die mit Effizienzverlusten zulasten der Rendite der Anleger verbunden ist⁶¹. Dieser Aspekt sollte aber nicht überbewertet werden, da die im InvG geregelten Investmentvermögen zumeist aus leicht liquidierbaren Vermögensgegenständen bestehen. Sofern der Erwerb illiquider Anlagegegenstände (z.B. Immobilien, Unternehmensbeteiligungen) in größerem Umfang gestattet ist, kann die Anteilrücknahme auf bestimmte Termine beschränkt⁶² oder vorübergehend ausgesetzt⁶³ werden.

Investmentvermögen der offenen Form können jedwede Organisationsform haben (Trust, Vertragsform, Satzungsform). Die Verwirklichung der „körperschaftsrechtlichen Lösung“ in der offenen Fondsstruktur setzt allerdings voraus, dass die Investmentgesellschaft ein bewegliches Kapital hat, das die fortlaufende Anteilausgabe und -rücknahme erlaubt. Ein Investmentvermögen, das diese Prinzipien verinnerlicht, ist die luxemburgische SICAV, die als Modell für die deutsche InvAG diene.

D. Die Bedeutung der OGAW-RL für Investmentunternehmen

I. Regelungsziele der OGAW-RL

Die OGAW-RL wurde am 20. Dezember 1985 als RL 85/611/EWG verabschiedet⁶⁴. Ziel der OGAW-RL ist, die unterschiedlichen nationalen Wettbewerbsbedingungen für Investmentvermögen anzugleichen und einen wirksamen und einheitlichen Anlegerschutz sicherzustellen⁶⁵. Beschränkungen des Anteilvertriebs sollen im Interesse eines einheitlichen europäischen Investmentmarkts beseitigt werden⁶⁶. Die Richtlinie sieht einheitliche Bedingungen für die Zulassung, die Beaufsichtigung, die Struktur und die Anlagepolitik von OGAW sowie die Anlegerinformationen vor. Wesentliches Instrument zur Vereinheitlichung des In-

60 § 2 Abs. 2, Abs. 5 Satz 1 InvG. Ausländische Investmentvermögen fallen auch dann unter das InvG, wenn den Anlegern kein Rückgaberecht zusteht, die ausländische Investmentgesellschaft aber in ihrem Sitzstaat einer Investimentaufsicht untersteht, vgl. § 2 Abs. 9 InvG.

61 Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Hdb., § 113 Rn. 6; Gerke/Rapp, ZBB 1992, 85, 94.

62 Z.B. § 90d Abs. 2 InvG für Infrastruktur-Sondervermögen.

63 Z.B. § 81 InvG für Immobilien-Sondervermögen; § 90d Abs. 3 InvG für Infrastruktur-Sondervermögen.

64 RL 85/611/EWG des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. Nr. L 375 vom 31.12.1985, S. 3.

65 Präambel RL 85/611/EWG; Erwägungsgrund 3 OGAW-RL.

66 Präambel RL 85/611/EWG; Zeller, in: B/S, Einl. KAGG Rn. 15.

vestmentmarkts ist der sog. Europäische Pass, der es ermöglicht, OGAW ohne erneute Zulassung in sämtlichen Mitgliedstaaten zu vertreiben⁶⁷. Die OGAW-RL wurde seit ihrer Verabschiedung im Jahre 1985 mehrfach geändert⁶⁸, z.B. um den Katalog der zulässigen Anlagegegenstände zu ergänzen, die Anlegerinformationen zu verbessern und den Umfang der erlaubten Tätigkeiten sowie die Höhe der Eigenmittel von Verwaltungsgesellschaften zu regeln.

Mit dem Grünbuch der Europäischen Kommission vom 12. Juli 2005 wurde eine öffentliche Debatte darüber angestoßen, wie der europäische Rechtsrahmen für Investmentfonds angepasst werden sollte, um den Herausforderungen der Finanzmärkte des 21. Jahrhunderts gerecht zu werden⁶⁹. Es wurde eine umfassende Revision der Richtlinie („OGAW IV“) für notwendig erachtet, die u.a. die Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Investmentanteilen, die Regelung der Fondsverschmelzung, die Ermöglichung sog. Master-Feeder-Strukturen und die Einführung eines Europäischen Passes für Verwaltungsgesellschaften zum Gegenstand hatte⁷⁰. Die neu gefasste OGAW-RL wurde am 17. November 2009 als RL 2009/65/EG im Europäischen Amtsblatt veröffentlicht⁷¹. Die Umsetzung in Deutschland erfolgte mit dem OGAW-IV-UmsG, das im Wesentlichen am 1. Juli 2011 in Kraft getreten ist⁷².

Die Europäische Kommission hat am 3. Juli 2012 einen Vorschlag zur Änderung der OGAW-RL veröffentlicht („OGAW V“), der eine weitere Harmonisierung der Depotbankfunktionen, der Vergütung und der Sanktionen für die Verletzung bestimmter Pflichten beinhaltet⁷³. Am 26. Juli 2012 hat die Kommission zudem ein Konsultationsverfahren zu einer weiteren Überarbeitung der Richtlinie („OGAW VI“) eingeleitet, in dessen Fokus die Regulierung von Geldmarktfonds, das Regelwerk für Repogeschäfte und der Umgang mit bestimmten OTC-Derivaten stehen⁷⁴.

67 Art. 5 Abs. 1 Satz 2 OGAW-RL.

68 Vgl. hierzu Fragos, S. 9 ff.

69 Erwägungsgrund 2 OGAW-RL.

70 Für einen Überblick vgl. Mansfeld, Die Bank 2009, 9 ff.; Blankenheim, ZBB 2011, 5 ff.

71 RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. Nr. L 302 vom 17.11.2009, S. 32.

72 BGBl. I 2011, 1126.

73 Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen vom 3.7.2012, COM(2012) 350 final.

74 European Commission, Consultation Document, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term investments, 26 July 2012.

II. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)

Primäres Regelungsobjekt der RL 2009/65/EG sind OGAW. Hierunter sind Investmentvermögen zu verstehen, die die folgenden Kriterien erfüllen: Erstens muss der ausschließliche Zweck des Vermögens darin bestehen, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren und/oder anderen in der Richtlinie genannten liquiden Finanzanlagen anzulegen⁷⁵. Nicht in den Anwendungsbereich fallen daher Spezialfonds, deren Anteile bei einem begrenzten Anlegerkreis platziert werden⁷⁶. Ebenfalls nicht erfasst werden Beteiligungs-, Finanzierungs- und Holdinggesellschaften⁷⁷ sowie Investmentvermögen, deren Anlagepolitik nicht den Richtlinienvorgaben entspricht. Zweitens gelten als OGAW nur solche Investmentvermögen, deren Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar (z.B. durch eine Rückkaufgesellschaft)⁷⁸ zulasten dieses Vermögens zurückgenommen oder ausgezahlt werden⁷⁹. Dem Rückgaberecht sind Handlungen gleichgestellt, die sicherstellen, dass der Kurswert der Anteile des OGAW nicht erheblich vom anteiligen Nettoinventarwert abweicht⁸⁰. Geschlossene Investmentvermögen fallen deshalb nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie⁸¹. OGAW können in der Vertrags- oder Satzungsform oder als Trust bestehen⁸².

OGAW müssen von den zuständigen Behörden des Herkunftsstaates zugelassen werden⁸³. Die Zulassung beinhaltet die Genehmigung der Vertragsbedingungen bzw. Satzung und der Verwahrstelle⁸⁴. Die Zulassung gilt in sämtlichen Mitgliedstaaten der Europäischen Union (sog. Europäischer Pass)⁸⁵, so dass die Investmentanteile ohne erneute Zulassung grenzüberschreitend vertrieben werden können.

III. Verwaltungsgesellschaften und Investmentgesellschaften

Die OGAW-RL enthält zudem Regeln für die OGAW verwaltenden Investmentunternehmen. Unterschieden wird zwischen Verwaltungsgesellschaften, die

75 Art. 1 Abs. 2 lit. a OGAW-RL.

76 Art. 3 lit. b OGAW-RL; Fragos, S. 7; Grundmann, ZBB 1991, 242, 245.

77 Baur, Investmentgesetze, Einl. II Rn. 28; Zeller, in: B/S, Einl. KAGG Rn. 16.

78 Fragos, S. 6.

79 Art. 1 Abs. 2 lit. b Satz 1 OGAW-RL.

80 Art. 1 Abs. 2 lit. b Satz 2 OGAW-RL; Fragos, S. 6: „erweiterte“ Definition des open-end-Prinzips.

81 Art. 3 lit. a OGAW-RL.

82 Art. 1 Abs. 3 OGAW-RL.

83 Art. 5 Abs. 1 und 2 OGAW-RL.

84 Art. 5 Abs. 2 OGAW-RL.

85 Art. 5 Abs. 1 Unterabs. 2 OGAW-RL.

OGAW auf vertraglicher Grundlage als sog. Investmentfonds verwalten (Vertragsform) und Investmentgesellschaften, die OGAW als Bestandteil des eigenen Gesellschaftsvermögens verwalten (Satzungsform)⁸⁶. Die ursprüngliche Fassung der OGAW-RL enthielt lediglich rudimentäre Regelungen für Verwaltungs- und Investmentgesellschaften. Mit der RL 2001/107/EG traten detaillierte Bestimmungen über die Aufnahme und die Ausübung der Geschäftstätigkeit hinzu. Erleichterungen gelten für sog. fremdverwaltete Investmentgesellschaften⁸⁷.

Die OGAW-RL gestattet Verwaltungsgesellschaften, die in ihrem Herkunftsstaat nach den Richtlinienvorgaben zugelassen wurden, nach dem Recht eines anderen Mitgliedstaates aufgelegte OGAW zu verwalten, ohne in diesem Mitgliedstaat durch eine Zweigniederlassung oder in anderer Weise präsent zu sein (sog. Europäischer Pass für Verwaltungsgesellschaften)⁸⁸. Die einer Investmentgesellschaft in ihrem Herkunftsstaat erteilte Zulassung gilt dagegen nicht grenzüberschreitend.

86 Art. 1 Abs. 3 OGAW-RL.

87 Siehe § 14 B. I.

88 Art. 16 ff. OGAW-RL; vgl. Blankenheim, ZBB 2011, 344, 348 ff.; Bujotzek/Steinmüller, DB 2011, 2305 ff.